

LA CRISE

N°5, Décembre 2008

ISSN 2563-9234 – Montréal – Centre d'études sur l'intégration et la mondialisation (CEIM), UQAM

Lettre plus ou moins trimestrielle, gratuite et sans abonnement

L'ENGRENAGE



- | | |
|--|-------------|
| 1. Economie réelle : la certitude du carnage | p.2 |
| 2. Monnaies, taux de change et SMI : dans le brouillard...une lueur d'espoir | p.5 |
| 3. Rubrique pratique : et mes sous dans tout ça ! | p.10 |
| 4. Le coin de l'intello : il n'est pas interdit de réfléchir ! | p.13 |
| 5. Crise...de rire : « faut rigoler...avant qu'le ciel nous tombe sur la tête ! » | p.14 |

Voici LA CRISE N°5. Après *Tous aux abris* (Sept. 07), *Avis de tempêtes* (Déc. 07), *Danse sur un volcan* (Mai 08), *The big one* (Sept. 08) arrive donc *L'engrenage*. Engrenage en effet, car ce sont bien les sociétés entières, dans leurs composantes économiques, sociales et politiques qui sont prises dans l'engrenage de la Crise... en espérant que celle-ci ne se terminera pas comme la dernière... par la guerre. Il n'y a pas de fatalité, mais cette fois-ci il faut faire la régulation internationale avant, pour ne pas l'avoir la satanée troisième... et pas après comme ça s'est passé avec la seconde. Et espérons que la guerre contre le changement climatique pourra constituer un substitut tout aussi efficace à la guerre entre les nations pour relancer la machine économique : et cet espoir n'est pas qu'utopique car la révolution verte à venir pourrait rendre obsolètes autant d'usines que les bombes de la Deuxième Guerre en détruisaient, abattre autant d'immeubles et fournir donc un énorme chantier de reconstruction, de quoi doper l'activité des hommes et les profits du capital (un seul petit problème : il faudrait une coordination internationale des normes... ce n'est pas gagné !). En attendant, bonne ou mauvaise guerre à venir, on ne peut que constater le carnage dans l'économie réelle, les turpitudes insondables de la finance internationale et les dysfonctionnements d'un système monétaire international moribond. Car si cette crise n'est pas la fin du monde, elle est bien la fin d'un monde, celui qui naquit du discours du Président Nixon le 15 août 1971, décrochant le dollar de l'or et le rattachant à la seule foi que les acteurs étrangers avaient dans la force de l'économie américaine et la capacité des Etats-Unis à toujours rembourser leur dette externe (la question ne se posait même pas, le simple fait de la poser aujourd'hui témoigne bien d'un changement de paradigme).

1. Economie réelle : la certitude du carnage

L'objectif de cette lettre est l'anticipation, pas la description ; donc de savoir où l'on va (avec toutes les difficultés et incertitudes de l'entreprise !) pas de dire où on est. La situation actuelle de l'économie mondiale a été plutôt bien anticipée par mes lettres précédentes. Pour la description, il suffit aujourd'hui d'ouvrir un journal ou la télé pour comprendre ce qui se passe partout dans le monde : les usines ferment, définitivement (faillites) ou pour quelques semaines (chômage technique), les restaurants ne font plus le plein, les hôtels se vident, les classes affaire des avions ne se remplissent plus, les chiffres d'affaire des commerces déclinent, le transport maritime plonge, les prix de l'immobilier poursuivent leur baisse.... Tout cela... c'était intéressant de le dire il y a six mois quand personne n'y croyait (ou que les responsables informés faisaient semblant de ne pas y croire), aujourd'hui c'est la triste banalité de ceux qui restent sur le bord du chemin et qui seront de plus en plus nombreux au fil des mois à venir.

Par contre, il est intéressant de se demander si tous les pays sont et vont être logés à la même enseigne et quelles sont les politiques susceptibles d'abrèger les souffrances...sans tuer le malade.

1.1. Découplage... non, différenciation des impacts...oui

L'idée du découplage, selon laquelle certains pays seraient épargnés s'est révélée absurde : tous sont atteints, il n'y a pas d'îlots totalement indemnes. Pour autant quelques critères permettent de nuancer les perspectives des divers pays :

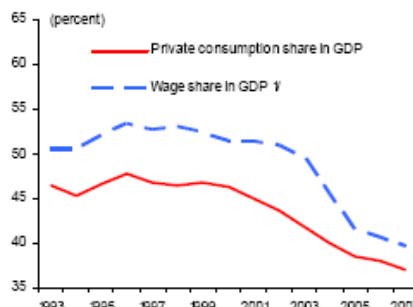
- **pays développés** : l'intensité de la crise est proportionnelle à la part du secteur financier dans l'économie, au taux d'endettement des ménages, à la part des fonds de capitalisation dans les systèmes de retraites et à l'importance de la bulle immobilière (toutes ces variables n'étant pas indépendantes) ; elle est inversement proportionnelle, à la part des salaires dans la valeur ajoutée (qui soutient la

consommation des Ménages) et au niveau de régulation effective des économies (qui limite les turpitudes financières). A l'aune de ces critères, il n'est pas besoin d'être un grand devin pour prévoir que la Grande Bretagne et les Etats Unis, pour les grands pays, sont particulièrement exposés (dans les plus petits pays, Pays Bas et Espagne ne devraient pas être mal non plus) ; la situation est encore pire quand l'endettement des ménages s'est fait en monnaie étrangère, notamment pays de l'Est de l'Europe (hors zone Euro) où les emprunts immobiliers ont souvent été libellés en Franc suisse ou en Euro. A l'inverse, la France et l'Allemagne sont moins vulnérables : même si elles vont déguster leur part de potion amère (Allemagne en particulier, accro à l'exportation), elles plongeront moins et se relèveront plus vite. On peut anticiper des taux de décroissance du PIB en 2009 bien différenciés : de l'ordre de moins 1% à moins 3% pour les moins affectés (dont la France) et de l'ordre moins 3% à moins 5% pour les USA et la GB. Derrière ces chiffres se profilent des impacts sociaux et politiques contrastés : les sociétés anglaise et américaine risquent d'être mises à rude épreuve. Quels seront les réactions des travailleurs au chômage, expulsés de leurs maisons et quasiment dépossédés de leurs droits à la retraite : voilà un cocktail bien explosif, bon courage camarades Barack et Gordon ! Mais bien d'autres pays ne sont pas à l'abri de troubles sociaux et politiques graves.

- **pays émergents et en développement**. Beaucoup de pays en développement sont indemnes de toute contagion bancaire, non par une vertu exceptionnelle de leurs banquiers mais tout simplement par la limitation de la convertibilité des monnaies au seul compte courant de la balance des paiements (règlement des transactions sur biens et services et rémunérations des facteurs de production) et donc à l'exclusion du compte de capital (ce qui a empêché l'appareil bancaire de se gaver de subprimes et autres douceurs toxiques). Mais ceci ne prémunit pas de la transmission à travers les mécanismes réels (chute des exportations de matières premières et de produits manufacturés, diminution des envois de fonds des travailleurs à l'étranger eux-mêmes en chômage partiel ou total, tourisme en berne...) : cette transmission va s'amplifier dans le courant de l'année 2009. Là encore tous les pays ne vont pas être logés à la même enseigne : la part des exportations (en particulier de produits manufacturés à haute intensité en main d'œuvre), l'endettement des ménages (a fortiori en monnaie étrangère lorsqu'il a été possible) vont être deux critères essentiels de la contagion. La part des salaires dans le PIB conditionnera la capacité des pays à passer rapidement d'une stratégie de développement tirée par les exportations à une stratégie plus axée sur le marché interne : l'exemple chinois est particulièrement révélateur des ravages des stratégies exportatrices sans aucun souci du marché interne, cette part des salaires étant passée de 51% à 42% entre 1993 et 2007¹, voir le graphique ci-dessous (même s'il ne faut pas perdre de vue que le PIB lui-même était en très forte augmentation et que la masse salariale

Chine, part des salaires dans le PIB (1)

Figure 15. Structure of the economy is key to increasing the role of consumption



Source: NBS, staff estimates
1/ from China Statistical Yearbook, table 2-20.

¹ World Bank, China quarterly update, dec. 2008

a elle-même fortement augmenté en valeur absolue tout en baissant en valeur relative). Bon courage camarades du PCC : même avec 5% de croissance... il va falloir gérer les dizaines de millions de camarades chômeurs indésirables dans les villes, rentrés (de gré ou de force) dans leurs campagnes.

1.2. Politique monétaire inefficace et politique budgétaire à haut risque

Tout étudiant d'économie en première année sait que l'Etat dispose de deux grands instruments de politique économique lui permettant d'infléchir la conjoncture :

- la politique monétaire : quantité de monnaie et prix de la monnaie (taux d'intérêt), gérés par la Banque Centrale
- la politique budgétaire : impôts et dépenses publiques, dont il résultera un excédent des finances publiques ou un déficit, exécutée par le Trésor.

Pour combattre une récession économique, en référence à la vulgate keynésienne, on convient qu'il faut baisser les taux d'intérêt et augmenter les dépenses publiques et/ou diminuer les impôts. Mais, dans la réalité historique d'une période donnée, les choses sont bien plus compliquées qu'il n'y paraît dans l'énoncé des théories supposées atemporelles et les solutions les plus immédiates et les plus évidentes qui en résultent peuvent d'une part être inefficaces par incapacité à embrayer sur les mécanismes réels et d'autre part être les détonateurs des bombes suivantes, par exemple en débouchant ultérieurement sur une hyperinflation généralisée ou la formation de bulles sectorielles.

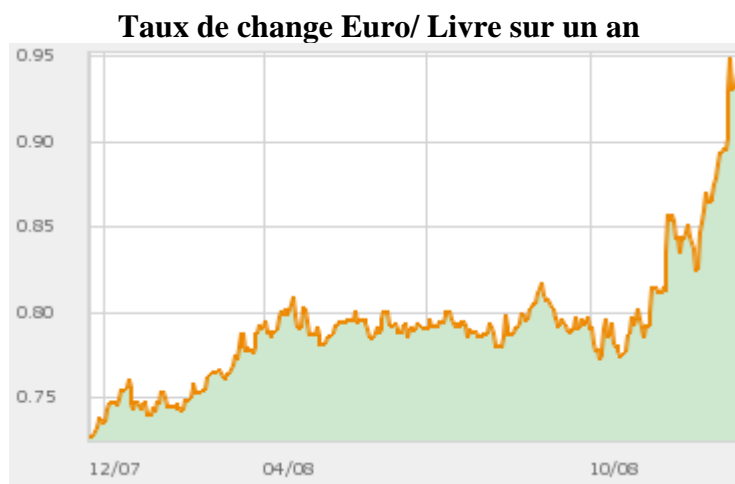
Ces derniers mois les Banques centrales diminuent fortement leurs taux d'intérêt. Au Japon depuis longtemps et aux Etats-Unis maintenant on est à taux directeur 0+ (disons entre 0 et 0,5) et la Grande Bretagne ne va pas attendre longtemps pour les rejoindre. Ceci est supposé faciliter les nouveaux prêts et alléger les remboursements des prêts à taux variables en cours. Encore faut-il que la bête ait encore soif de crédit et ne soit pas dégoûtée d'emprunter pour plusieurs années, et que les banques pensent qu'elle sera en état de rembourser. Et lorsque les taux sont à zéro, difficile d'aller plus loin : qu'à cela ne tienne, la FED invente le *quantitative easing*, inondant de liquidités tout ce qui ressemble de près ou de loin à une banque, un organisme financier ou n'importe quoi qu'on décide éligible, en prenant en pension n'importe quel titre pourri dont elle gonfle son actif en contrepartie d'une émission de monnaie qui a toute chance de venir remplir la trappe à liquidité (nom donné par la théorie économique au tonneau des Danaïdes)... donc sans action sur l'économie réelle.

Lorsque la politique monétaire n'a plus d'effet, reste encore la politique budgétaire, de grandes dépenses publiques : pas de problème tant que l'Etat trouve des prêteurs. L'Etat gonfle alors sa dette, mais en soi la dette publique est plus saine que la dette privée et peut être amortie sur très longue période, les Etats ont une espérance de vie très supérieure aux particuliers. Mais là encore le système peut trouver ses limites... si les prêteurs potentiels ont le sentiment que tel ou tel Etat finira par ne plus pouvoir honorer la programmation de ses remboursements... sauf à trouver de nouveaux prêteurs. Mais on peut encore s'arranger entre gens du même monde, Trésor et Banque Centrale. Il suffit que le Trésor émette des bons qui seront pris en pension directement par la Banque Centrale qui remettra de la monnaie au Trésor : ça s'appelle la monétisation de la dette (on parle souvent de faire fonctionner la planche à billets... mais l'expression n'a plus guère de sens à l'heure de la monnaie électronique). En général ça ne prépare pas des lendemains qui chantent, pour personne. On va y revenir plus loin, dans la rubrique « Et mes sous dans tout ça », car précisément nos avoirs sont directement concernés par ce genre de pratiques, avec option entre banqueroute de l'Etat (pas bon pour les prêteurs) ou dévalorisation de la monnaie (pas bon pour les détenteurs de cash) ou encore la totale : les deux à la fois.

2. Monnaies, taux de change et SMI : dans le brouillard... une lueur d'espoir

Depuis que j'écris cette lettre, c'est la première fois que je parle de lueur d'espoir ; mais, ne nous emballons pas et ne sortons pas encore les bouteilles de champagne ! Ce n'est que le premier halo de lumière, conditionnel de surcroît, au bout d'un tunnel dont l'observateur reste incapable d'apprécier la longueur ! Cette lueur d'espoir est dans la possibilité de la conscience de la nécessité de reconstruire un Système Monétaire International (SMI) correspondant aux exigences de l'époque. Encore faut-il, avant d'examiner cette perspective, se pencher sur le sort des principales monnaies. Commençons par le plus simple, le sort de la Livre, avant de s'attaquer au duo infernal que forment le Dollar et l'Euro. Je ne parlerai pas des deux monnaies asiatiques importantes que sont le Yen et le Yuan, faute d'avoir un avis vraiment conséquent, mais je ne vois aucune des deux jouer un rôle décisif dans les années à venir, sinon en tant que composantes d'un étalon international multidevises.

2.1. Livre sterling : chronique d'un mort vivant



Source : Journal des finances (copié le 23/12/08)

Au cours de l'année 2008 l'Euro est passé de moins de 0,75 à plus de 0,95 Livre. En arrière plan de cette chute de la Livre se trouve bien évidemment la situation très mauvaise de l'économie britannique, mais pas uniquement. Il y a, aussi et surtout, la conscience de plus en plus partagée que la livre est un vestige du passé qui n'a plus sa place entre le Dollar et l'Euro : elle est par excellence la monnaie en trop, celle qui n'a pas d'avenir et dont ce n'est pas la peine de s'encombrer. Elle a fait illusion ces dernières années en tant que pétro monnaie d'une place financière flamboyante dont les rémunérations faramineuses alimentaient la bulle immobilière. Mais aujourd'hui l'économie britannique fait penser à un triréacteur qui a perdu un des réacteurs (sombé en mer du Nord... avec la fin du pétrole) et dont les deux autres sont en panne (la City et l'immobilier). Bien qu'elle représente encore 4,7% des réserves de change de banques centrales, à fin 2007² (contre 26,5% Euro et 64% Dollar, 2% pour le Yen³), la Livre n'est plus qu'un mort vivant qui va continuer à hanter les châteaux du système monétaire international pendant un temps indéterminé mais qui n'aura pas d'autre avenir

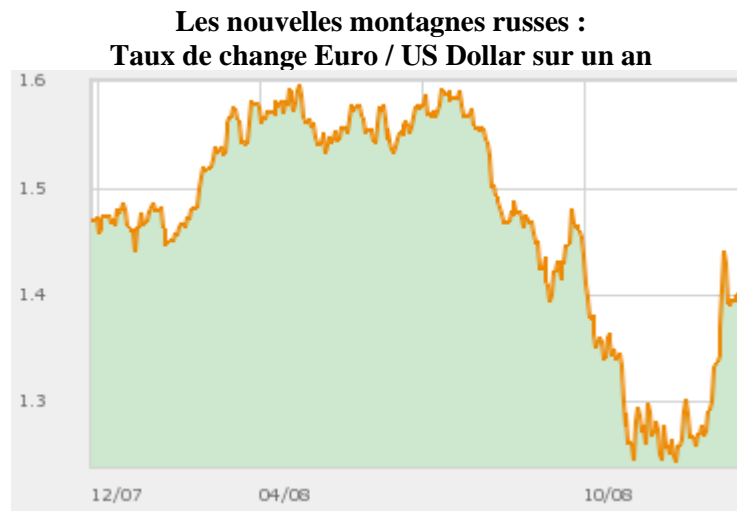
² Il est probable que lorsque les données à fin 2008 seront disponibles on constatera une diminution sensible de la part de la Livre.

³ Source : IMF, Annual report 2008, Appendix-Table I.2 Share of national currencies in total identified official holdings of foreign exchange, end of year.

que de se fondre dans l'Euro... même les chinois le pensent et commencent à le dire⁴ ! En filant à toute vapeur vers la parité avec l'Euro en cette fin 2008, la Livre se rapproche probablement de son taux d'entrée dans l'Euro : 1 pour 1. D'ailleurs un tel taux d'entrée permettrait aux Britanniques de penser que c'est l'Euro qui entre dans la Livre, et on devrait entendre des discours du genre « Mais pourquoi donc changeons-nous le nom de notre monnaie : sans doute pour faciliter l'entrée de l'Europe dans le Royaume Uni !!! » (C'était notre minute d'humour... *british* !).

Quant au Franc suisse (0,2% des réserves officielles des Banques Centrales) je ne lui vois, tôt ou tard, que le même avenir que la Livre : l'entrée dans l'Euro, après le crash d'un système bancaire suisse qui s'agite encore dans l'irréductible paradis fiscal helvète !

2.2. Euro / Dollar : jeu de bascule ou disqualification d'un joueur ?



Source : Journal des Finances (copié le 27/12/08)

Dans les paris monétaires des mois et années à venir on peut considérer qu'au sein du couple infernal que forment déjà le Dollar et l'Euro il y aura toujours un favori et un challenger, mais pas toujours le même comme l'a montré l'année 2008, sauf disqualification ou KO d'un des deux joueurs. Aucune autre monnaie (existante ou à créer) ne me semble en état, dans les dix ans à venir, de venir contester le rôle primordial de ces deux mastodontes. Mais l'un des deux peut s'effondrer ou être en difficulté extrême, dans des scénarios aussi crédibles l'un que l'autre, et l'effondrement de l'un peut signifier de graves problèmes pour l'autre. Bon courage aux prévisionnistes pour jauger des chances de l'un et de l'autre, même si, *in fine*, je parierais plus sur l'Euro que sur le Dollar tout en restant conscient des grandes faiblesses structurelles de l'Euro... qui sont peut-être son plus grand atout ! Car mon pari (mais ce n'est qu'un pari) c'est que si un des deux joueurs doit être disqualifié, ce sera le dollar, mais la disqualification ne sera que provisoire et pas un acquis historique comme pour la Livre.

L'Euro : entre forces centrifuges et forces centripètes. Le problème de l'Euro est la grande hétérogénéité de la zone, dont les différentes composantes réagissent différemment à un même choc économique et pourraient avoir besoin de politiques monétaires différentes et non pas d'une politique médiane finalement inadaptée à la situation de la plupart des composantes. Cette inadaptation structurelle peut devenir insupportable dans une période de crise économique aigüe et la tentation pour

⁴ http://www.telegraph.co.uk/finance/comment/ambroseevans_pritchard/3531461/Britain-should-join-euro-says-Hong-Kongs-Tsang.html

un pays de sortir de l'Euro pourrait devenir forte (Italie, Grèce, peut-être l'Espagne ou l'Irlande aussi). Même si les comptes-rendus des réunions de la BCE ne sont pas publics, on sait que des tensions traversent les débats. Le gouverneur de la Banque Centrale de Chypre (pays dans l'Euro depuis janvier 2008), Athanasios Orphanides (un ancien de la FED) ne se prive pas de critiquer publiquement la politique monétaire de la BCE (discours⁵ du 11/12/08 prononcé à Larnaca...disponible uniquement en grec !).

Néanmoins, le coût de sortie de l'Euro serait tellement élevé que je ne crois pas à un scénario d'éclatement : et si un pays décide de sortir, l'exemple sera tellement dissuasif (impossibilité d'obtenir des prêts dans la monnaie nationale recréée, dévaluation endémique, protection commerciale des partenaires, création monétaire incontrôlée, inflation immédiate et à grande échelle...) que toute contagion est exclue. Au contraire, la Crise est en train de faire revenir sur leurs positions des pays qui n'avaient pas voulu entrer dans l'Euro (Danemark et Suède), ou de faire souhaiter à d'autres pays une adhésion plus rapide qu'initialement envisagée (Pologne notamment). Dans la double perception de l'Euro par les pays et les peuples, carcan et protection, c'est sans doute la dimension protectrice qui déjà l'emporte et qui peut s'affirmer encore plus si une coordination politique de l'Euro se confirme. En effet les problèmes d'hétérogénéité de la zone Euro peuvent être traités par des politiques communes, des transferts budgétaires conditionnels, des prêts intra européens, des mécanismes de garantie collective des emprunts des différents Etats... Encore faut-il en avoir la volonté politique. L'Epicière en chef à Berlin ne semble pas avoir encore compris que le vent de l'Histoire est en train de souffler et qu'on ne peut pas en être à compter ses sous chacun dans son coin. Si la zone Euro se donne une coordination politique et affirme une volonté de solidarité, elle sortira de la crise plus large et plus forte qu'elle n'y est entrée et sera un point d'ancrage monétaire international incontournable.

De plus l'Euro dispose d'un autre atout, involontaire: la nette séparation de la banque centrale (fédérale) et des Trésors nationaux, très loin de la consanguinité entre la FED et le Trésor US. C'est sans doute un handicap pour l'économie réelle européenne (au moins à court terme) mais c'est une force pour la monnaie en elle-même dans la mesure où la monétisation de la dette des Etats en est rendue plus difficile voire impossible : les marchés des changes apprécieront dans les mois à venir, en constatant la différence dans les pratiques américaines et européennes, résultant de montages institutionnels dissemblables. C'est là un élément peu pris en compte dans les commentaires que je peux lire : c'est pourtant ce petit détail qui fera la grande différence entre les deux monnaies en 2009, quand les Etats-Unis auront bien monétisé leur dette.

La fin du roi Dollar

Quelle que soit la profondeur et la longueur de la dépression américaine, le dollar ne va pas disparaître. Par contre il est impossible d'imaginer que le dollar conserve dans les années à venir la place qu'il avait encore récemment dans l'économie mondiale. Certes, si l'Euro venait à connaître des difficultés insurmontables (ce que je ne crois pas), le dollar pourrait rester un certain temps dans la situation du borgne au pays des aveugles, mais globalement le siècle dollar est derrière nous.

La remontée du dollar vis-à-vis de l'Euro à partir de l'été 2008 a été largement contre intuitive. Les Etats-Unis étant à l'origine et au cœur de la Crise, comment le dollar pouvait-il s'apprécier, comment pouvait-on désirer la monnaie du malade par excellence ? C'était certes paradoxal, mais finalement logique...a posteriori : la remontée du dollar a été une conséquence de la Crise financière. Les fonds

⁵ <http://blogs.telegraph.co.uk/ambrose-evans-pritchard/blog/2008/12/16/european-central-bank-rebels-defy-the-bundesbank>

de placements spéculatifs américains (hedge funds) soumis à des demandes de remboursements de parts ont dû liquider et rapatrier en toute hâte les placements faits à l'étranger (et en particulier dans les pays émergents). Plus généralement, face à l'approfondissement de la Crise internationale et à la prise de conscience que l'idée du découplage était une absurdité, les fonds américains (dont les supports des fonds de pension) se sont rapatriés vers la sécurité que représentaient les obligations d'Etats, dont le marché numéro 1 est bien celui des *bonds* américains. De nombreux fonds non américains ont fait de même. Toutes ces décisions de gestion ont stimulé une forte demande de dollars qui explique la remontée constatée sur le deuxième semestre. Mais depuis quelques semaines, avec le déclencheur psychologique de la faillite imminente du secteur automobile historique des Etats-Unis, la prise de conscience d'une dépression américaine incontournable, les doutes (justifiés ou pas) qui commencent à apparaître sur la capacité du Trésor américain à rembourser sa dette (on y revient plus loin) et les interrogations désormais publiques de la Chine à ce sujet... biens des éléments instillent le doute sur le potentiel du dollar et réalimentent le jeu de bascule entre le Dollar et l'Euro, même si les anglo-saxons n'arrivent pas à croire à une prééminence durable de l'Euro.

En effet, des économistes anglo-saxons nous ont longtemps expliqué que l'Euro ne pouvait pas fonctionner aussi bien que le dollar : les Etats-Unis forment un espace productif homogène et fluide dans lequel toutes les régions (comprendre les Etats) peuvent vivre des chocs asymétriques sans drame majeur. La politique de la FED est certes unique, convenant plus à un moment donné à telle région plus qu'à telle autre. Mais, contrairement à l'Europe, ça a peu d'importance : les travailleurs sont mobiles, sans vraies attaches à l'Etat local, parlant tous la même langue, vendant facilement leur bien immobilier pour en racheter un autre mille ou deux mille kilomètres plus loin, passant d'Est en Ouest, du Nord au Sud au gré des heurs et malheurs des territoires américains. C'était vrai, mais ça l'est beaucoup moins et le conte enfantin de l'espace homogène et fluide a du plomb dans l'aile. Le modèle a des ratées très sérieuses ; conjoncturellement au moins la mobilité est freinée par la crise immobilière et l'impossibilité de vendre la maison. Par ailleurs l'homogénéité linguistique des Etats-Unis devient un mythe, avec des zones plus hispanophones qu'anglophones. Plus structurellement encore, on voit poindre dans la société américaine des tensions fortes entre régions dépendant d'un même secteur au sein duquel se dessinent des risques de distorsions de concurrence résultant de la politique fédérale. Le secteur automobile en est la parfaite illustration⁶ : le secteur automobile américain ce n'est pas seulement les Big Three de Detroit (GM, Ford, Chrysler), c'est aussi les constructeurs européens et japonais (Mercedes, Volkswagen, BMW, Toyota, Nissan) installés au Sud (Kentucky, Tennessee, South Carolina). L'aide massive de l'Etat Fédéral à Detroit réveille les souvenirs douloureux de tensions entre le Nord et le Sud et certains⁷ évoquent déjà le souvenir de la Guerre de Sécession, épisode douloureux de divergences dans les intérêts économiques entre le Nord et le Sud. Sans aller jusque là (même si l'esclavage était assurément une distorsion de concurrence, un vrai scandale !), ne croyons plus que l'Europe est congénitalement hétérogène alors que les Etats-Unis seraient structurellement homogènes : on est dans des différences de degré, pas de nature.

La guerre des monnaies est commencée : une lutte entre une conception anglo-saxonne forgée à partir de la crise de 29, qui guide l'action de la FED, et une conception rhénane résultant de l'hyperinflation de la République de Weimar, qui a présidé à la formation de la BCE. Que la meilleure gagne, mais surtout cessons de faire de la monnaie de la principale puissance économique l'étalon de l'échange international... et le monde ne s'en portera que mieux.

⁶ http://www.timesonline.co.uk/tol/news/world/us_and_americas/article5342459.ece

⁷ http://www.dedefensa.org/article-une_guerre_de_secession_postmoderne_15_12_2008.html

2.3. SMI, le grand chantier : entre espoir et catastrophe

Jusqu'en 1971 le Système Monétaire International (SMI) a un juge arbitre incontestable. Même s'il s'est progressivement éloigné du terrain de jeu, il reste en arrière plan une référence incontournable. Il s'agit de l'or. Dans le SMI défini à Bretton Woods en 1944, seul le dollar est convertible en or (pas pour les particuliers, uniquement entre banques centrales), théoriquement au moins. Les autres monnaies sont rattachées à l'or indirectement, via leur parité avec le dollar. Nixon met fin à cette convertibilité or du dollar en 1971. Les déficits américains qui iront croissant au fil des décennies n'ouvrent donc plus un droit de tirage sur l'or de Fort Knox, ils donnent lieu à l'accumulation de créances en dollars de la part des pays excédentaires vis-à-vis des Etats-Unis. Ces derniers achètent le monde en réglant avec leur propre monnaie qui revient aux Etats-Unis sous forme de prêts... et les excédents japonais, chinois ou du Golfe finiront par être prêtés aux citoyens américains pour acheter leurs maisons à crédit ou alimenter leurs cartes de crédit, sachant que le taux d'épargne des ménages américains est très faible! Les taux de change des grandes monnaies entre elles sont flottants, les parités étant fixées sur le marché des changes. Les prix internationaux des grands produits de l'échange international sont fixés en dollars. Le dollar est la monnaie de facturation internationale par excellence. On avait donc un SMI très asymétrique, ayant pour étalon de fait la monnaie d'un pays particulier : ce qui faisait dire aux américains « le dollar est notre monnaie...il est votre problème ». Ce monde là est fini.

L'affaiblissement des Etats-Unis et du Dollar, la montée en puissance de l'Europe et de sa monnaie, le poids croissant de l'Asie dans l'économie mondiale dessinent de plus en plus un monde multipolaire (ou apolaire) en contradiction avec un SMI mono polaire. Les causes profondes de la Crise ne sont pas à chercher ailleurs que dans ce désajustement majeur entre la réalité de l'économie mondiale et un SMI qui ne lui correspond plus. La sortie de crise va supposer de remettre à plat les règles du jeu monétaire international : c'est le grand chantier du début de 21^{ème} siècle. Un bras de fer gigantesque va s'engager dès 2009, avec des tensions diplomatiques très fortes (notamment entre l'Europe et les Etats-Unis) autour de la définition de nouvelles règles du jeu : les Etats-Unis vont s'accrocher à leur privilège insensé et ne capituleront (dans combien de temps ?) que forcés et contraints par le désengagement de leurs créanciers qui refuseront de continuer à alimenter leur pompe à finance et/ou par la menace d'un rapprochement stratégique entre l'Europe et la Russie qui leur fera craindre un isolement géopolitique.

Comment reconstruire un SMI en adéquation à la multipolarité du monde ? Le retour à une référence à l'or est inenvisageable : trop rigide, impossible de gérer la liquidité de l'économie mondiale en relation à la quantité physique d'un métal, au demeurant très inégalement réparti. La construction d'un étalon multidevises (au prorata des parts des pays dans le commerce mondial) semble la seule voie réaliste, avec une unité ajustable dans le temps en fonction de l'évolution des positions des grands pôles de l'économie mondiale. C'est techniquement sans problème insurmontable, c'est politiquement un chantier énorme. Qu'il réussisse et l'économie mondiale pourra repartir sereinement dans son architecture mondialisée et largement libre-échangiste (sous réserve de partager les mêmes normes environnementales pour éviter les distorsions de concurrence). Qu'il échoue et l'économie mondiale se fragmentera en grandes zones régionales très peu ouvertes, autour d'une monnaie dominante dans chacune d'elle. Si certains appellent de leurs vœux cette dernière solution (pas moi), qu'ils sachent que ce sera au détriment des niveaux de vie de tous : le commerce international n'est pas un jeu à somme nulle.

3. Rubrique pratique : et mes sous dans tout ça

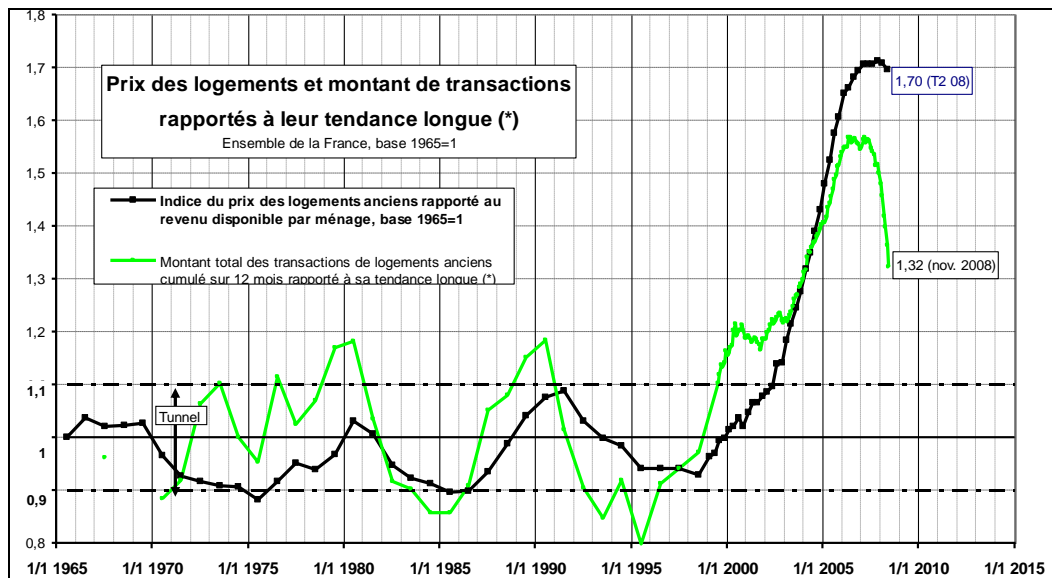
Allez, circulez, il n'y a rien à voir ! En effet, peu de changement par rapport à mes lettres précédentes : je me place toujours en perspective déflationniste qui me semble plus que jamais à l'ordre du jour pour 2009. Plus que jamais *Cash is king*. Mais s'il n'y a rien à voir...il y a beaucoup à dire !

En effet, dans le désert de la déflation (en attendant l'enfer possible de l'inflation) les mirages abondent et les démons de la tentation (plus prosaïquement, les promoteurs et intermédiaires de tous poils de la finance et de l'immobilier) essayent de vous attirer les uns vers l'immobilier (une valeur qui ne ment pas... ça me rappelle Maurras !), les autres vers les emprunts d'Etats (la sécurité... comme les emprunts russes de nos arrières grands-parents !), ou encore vers l'or (un actif rare, une vraie valeur qui ne peut pas être multipliée à l'infini par les charlatans de l'Etat à l'inverse de la monnaie papier !), et si nécessaire on vous fait miroiter une réduction d'impôts... piège à cons !

Immobilier : est-ce le moment d'acheter ?

C'est de l'immobilier aux Etats-Unis que la crise est partie, ou du moins qu'on en a pris conscience. Le phénomène de bulle immobilière est général (sauf exception comme en Allemagne, ou au Japon où elle a déjà crevé au début des années 90). Mais ce paragraphe est rédigé en relation à la réalité française et à elle seule. Je ne suis pas suffisamment attentif aux autres marchés pour me prononcer utilement pour mes lecteurs. Les lecteurs canadiens pourront lire l'étude de Robert Hogue publiée par RBC en décembre 2008⁸.

En France, certains groupements d'agents immobiliers osent, en ce moment, faire de la publicité pour dire que c'est le moment d'acheter : ils n'innovent pas vraiment, car pour eux c'est toujours le moment d'acheter... c'est-à-dire de leur apporter les commissions sans lesquelles ils ne peuvent pas prospérer ou au moins survivre. Mais est-ce vraiment l'intérêt des acheteurs de se précipiter ? Si j'en juge par le diagramme de Friggitt (ci-dessous, actualisé décembre 2008)... j'en doute.



ADEF, données sur l'immobilier établies par Jacques Friggitt (mise à jour 8/12/08)

<http://www.adeff.org/statistiques/index.htm>

⁸ <http://www.rbc.com/economie/marche/pdf/housef.pdf>

Que montre ce diagramme sur la période 1965 – 2008 ? Que l'indice des prix des logements anciens rapporté au revenu disponible des ménages (courbe noire, base 1965 = 1) a évolué dans un tunnel étroit entre 0,9 et 1,1 (soit plus ou moins 10%) entre 1965 et 2002, donc sur une quarantaine d'années, puis qu'à partir de 2003 il est sorti violemment de ce tunnel (formation de la bulle immobilière). La courbe verte représente le montant des transactions cumulé sur 12 mois. On observe que cette courbe verte constitue un indicateur avancé de l'évolution de l'indice des prix, que son sens d'évolution indique et précède de peu le même sens d'évolution de l'indice des prix. Or que constate-t-on sur la période actuelle : la courbe d'indice de prix plafonne et commence tout juste à se retourner mais la courbe de montant de transactions plonge violemment. On peut en déduire que les prix immobiliers vont baisser fortement. Mais je n'irai pas jusqu'à prédire que les courbes vont rentrer dans le tunnel : on ne le saura qu'a posteriori dans quelques années, et la prédiction du point bas est impossible (même si c'est théoriquement le meilleur moment pour acheter, toutes choses égales par ailleurs, donc sans tenir compte des conditions personnelles qui président à un achat immobilier).

Emprunts d'Etats : la sécurité... est-ce si sûr ?

Ces derniers mois tout le monde se précipite sur les bons du Trésor américain. A trois mois, les rendements sont même négatifs (c'est-à-dire qu'une fois les frais déduits, la somme remboursée sera inférieure à la somme versée). Les souscripteurs considèrent donc le Trésor américain comme plus sûr qu'un coffre fort dans lequel ils enfermeraient leurs dollars, et ils sont prêts à payer pour cette sécurité supposée. Les responsables actuels et futurs du Trésor doivent se dire : *pourvu que ça dure*. Rien n'est moins sûr. Je ne suis pas de ceux qui affolent l'investisseur autour de la dette publique américaine. Contrairement à la dette privée des Ménages, elle était encore il y a peu très raisonnable (cf. La Crise N°4) représentant 40% du PIB fin 2007 pour l'Etat fédéral. Mais les choses changent très vite, d'un trimestre sur l'autre : au Q3 2008 (3^{ème} trimestre) cette dette fédérale a augmenté de 39% en rythme annualisé (contre 8% et 6% au Q1 et Q2)⁹. Que nous réserve le 4^{ème} trimestre : sans doute une augmentation encore plus rapide. Et 2009 ? Et là... le doute s'installe : avec des taux de croissance pareils, la machine s'emballer vite. Peut-on imaginer une banqueroute de l'Etat américain qu'entraînerait une incapacité à trouver de nouveaux prêteurs pour assurer au moins les échéances de la dette antérieure (sans parler des besoins supplémentaires) ? Ce n'est pas le scénario que je retiens, car les petits arrangements entre Trésor et FED permettront de monétiser la dette et de trouver du dollar frais (cf. § 1.2.), et tout parallèle avec la banqueroute argentine ou islandaise est hors de propos et vide de sens : la dette US est en Dollar US et la création du Dollar US fait partie des privilèges régaliens de l'Etat US : mais côté cours du dollar, bonjour les dégâts, et les prêteurs étrangers risquent d'être remboursés en monnaie très dévaluée. Un vrai cauchemar pour nuits de Chine...pas vraiment câlines ! Un vrai problème aussi pour la BCE si elle devait gérer un taux de change de l'Euro à 2 \$ ou plus. Des cordons sanitaires protectionnistes deviendraient inévitables, alimentant l'engrenage de la Crise.

Or : pari de la décennie ou pari douteux ?

En Suisse¹⁰ les fonderies d'or travaillent actuellement 24 heures sur 24, avec heures supplémentaires le samedi et embauche de personnel temporaire. La fièvre de l'or bat son plein, alimentée par les conseils plus ou moins judicieux des intermédiaires de la filière aurifère (qui touchent les commissions) et des rumeurs conspirationnistes selon lesquelles les Etats comploteraient contre l'intérêt des citoyens pour maintenir les cours de l'or artificiellement bas pour engranger des réserves à bon prix avant d'organiser un retour à l'étalon or (cf. le GATA, Gold Anti-Trust Action Committee¹¹). Dans un genre nettement plus calme, et non sans humour souvent, la Chronique Agora¹², autour de Bill Bonner (alias M. le Marché, le justicier suprême qui dit le bien et le mal !), s'est fait sa réputation en voyant venir la

⁹ <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1r-2.pdf>

¹⁰ http://www.swissinfo.ch/fre/a_la_une/Les_fabriques_d_or_tournent_a_plein_regime.html?siteSect=105&sid=10048981&rs=true&ty=st

¹¹ <http://www.gata.org/>

¹² <http://www.la-chronique-agera.com>

crise du crédit et la chute des bourses et en recommandant une gestion très simple, le pari de la décennie : vendez vos actions, achetez de l'or (qui va monter très fort), et ultérieurement vous reviendrez sur les actions quand les indices boursiers seront au plus bas.

Mais, pour que l'or redevienne vraiment intéressant, et ne soit pas seulement une matière première parmi d'autres (avec des hauts et des bas, et des bas d'autant plus bas que la crise de l'économie réelle est prononcée), encore faudrait-il qu'il revienne au cœur du SMI et donc un arrière plan obligé des relations entre agents économiques. Même si je ne pense pas, contrairement à Lénine, que les lingots d'or serviront un jour à paver les vespasiennes, je ne crois pas non plus à un retour de la relique barbare (la formule est de Keynes) comme pivot du SMI (cf. § 2.3) et c'est pour cela que je recommande uniquement le cash¹³ comme position d'attente dans la période actuelle de déflation. L'intérêt du cash en période de déflation ou de faible inflation, outre le fait qu'il limite les frais de transaction (non négligeables sur les transactions aurifères) et de garde, c'est qu'il est un équivalent universel, immédiatement arbitrageable contre toute forme d'actif : il est donc synonyme de liberté. Et pour finir, les nostalgiques de l'or ne doivent pas oublier que l'or...ça se confisque, partiellement à travers une fiscalité lourde sur les achats et/ou les ventes, ou totalement comme s'en souvient la mémoire collective américaine (Roosevelt, lois bancaires 1933-4). Voilà pour moi bien des raisons de penser que l'achat d'or en période de déflation n'est rien d'autre qu'un pari très douteux !

Défiscalisation... piège à cons (et c'est fou ce qu'il peut y en avoir... des pièges et des... piégés !) : payer moins d'impôts est un sport non pas national mais international, quasiment inhérent à la nature humaine. Et pourtant que de conneries ne fait-on pas au nom de la défiscalisation. L'Etat ne fait jamais de cadeau : dans le meilleur des cas la défiscalisation sert à donner l'illusion à des particuliers mobilisés et encouragés au nom de l'intérêt national (et encore plus souvent de lobbies ayant l'oreille de l'Etat) que des placements incertains sont rentables en eux mêmes, dans le pire des cas elle peut être l'antichambre de la ruine (par exemple en France, dans le cadre fiscal de l'immobilier locatif De Robien en France, achat d'un appartement au milieu de champs de betteraves associé à un crédit *in fine* à taux variable nanti par un placement en Madoff, j'exagère à peine !). Un bon placement doit être rentable en soi, sans que le fisc donne sa bénédiction : a fortiori quand on achète ce type de produit alors qu'on est peu imposable mais qu'on fait une allergie épidermique à l'impôt. Et n'oubliez jamais que l'impôt est le ciment de la société sans lequel celle-ci se délite et hors de la laquelle la richesse (pour autant qu'elle soit désirable...question éminemment personnelle) n'est qu'illusion !

Prenez vos risques, tous vos risques mais rien que vos risques : pour ceux d'entre vous qui ont des fonds à placer dans une logique de long terme, l'heure du cash roi finira par se terminer lorsque que le temps de la déflation cédera la place à celui de l'inflation et d'une nouvelle euthanasie des rentiers. Il faudra alors se placer pour partie sur des produits plus risqués, mais garder néanmoins le souvenir (exécrable) des produits financiers incompréhensibles et des gourous ou charlatans de la finance. En matière de patrimoine, comme pour la gastronomie, c'est avec des produits simples et sains qu'on prépare les meilleurs plats et les sauces les plus compliquées peuvent être (et sont souvent) des cache-misères et le prélude à l'intoxication ! Evitez-vous donc l'indigestion au délice de subprime à la sauce Madoff. Restez cash pour le moment, les bourses mondiales vont encore plonger en 2009 (aussi bien sur les actions que les obligations, au moins au premier semestre), mais préparez-vous mentalement à de l'audace prudente et mesurée et surtout sous votre contrôle, donc en acceptant les pertes éventuelles des risques que vous prendrez en toute conscience... lorsqu'on y verra un peu plus clair.

¹³ Je rappelle que j'entends par cash (en dehors des espèces) tous les comptes bancaires qu'il s'agisse de comptes chèque, de comptes sur livret ou d'épargne (suivant terminologie), de comptes à terme, rapportant ou non des intérêts à des taux connus à l'avance, suivant les cas. Ce sont des sommes données et intangibles (ce qui signifie qu'elles ne varient pas au gré de l'équilibre de l'offre et de la demande sur un marché), exprimées dans une unité monétaire (Euro, Sterling, Dollar...) et inscrites au passif des bilans des banques (ce qui signifie qu'elles ont une dette à votre égard).

4. Le coin de l'intello : il n'est pas interdit de réfléchir !

Par les temps qui courent, de partout surgissent des pistes passionnantes qui interrogent les théories diverses et variées et remettent en cause les certitudes les mieux ancrées. L'intello est donc déchaîné... mais je vais le censurer pour garder à la rubrique une dimension non disproportionnée. Je ne vais donc pas développer le thème de la périodisation du XXème siècle (cf. La Crise N°2, ça y est... je le tiens enfin : 1914-2009, le siècle dollar), ni celui du grand retour de l'Economie Politique ancrée dans l'Histoire qui devrait enterrer (provisoirement, hélas) l'illusion d'une Science Economique atemporelle, pour ne m'intéresser qu'à un seul thème, d'une actualité brûlante :

Obama : hypothèse Gorbatchev, hypothèse Kennedy ou surprise Obama

L'idée d'une fin d'empire américain est aujourd'hui largement partagée. Elle ne fera que suivre la fin de l'empire soviétique. Gorbatchev restera dans l'Histoire comme celui qui a géré cette fin d'empire. L'analogie Gorbatchev colle déjà à la peau d'Obama, supposé devoir être le fossoyeur de l'empire américain. Non par choix a priori, mais pour résoudre les problèmes économiques de Etats-Unis et en particulier le déficit budgétaire, des coupes sombres dans le budget du Pentagone s'imposent, tout comme l'Armée Rouge a été mise à la diète pendant de nombreuses années. Mais, gros problème, le complexe militaro industriel (CMI) pourrait ne pas apprécier et menacer la démocratie américaine, comme l'envisageait déjà Eisenhower dans son discours de fin de mandat du 17 janvier 1961 (à lire attentivement et à méditer intensément) :

« Cette conjonction entre un immense establishment militaire et une importante industrie privée de l'armement est une nouveauté dans l'histoire américaine. (...) Nous ne pouvons ni ignorer, ni omettre de comprendre la gravité des conséquences d'un tel développement. (...) nous devons nous prémunir contre l'influence illégitime que le complexe militaro-industriel tente d'acquérir, ouvertement ou de manière cachée. La possibilité existe, et elle persistera, que cette influence connaisse un accroissement injustifié, dans des proportions désastreuses et échappant au contrôle des citoyens. Nous ne devons jamais permettre au poids de cette conjonction d'intérêts de mettre en danger nos libertés ou nos méthodes démocratiques. Rien, en vérité, n'est définitivement garanti. Seuls des citoyens alertes et informés peuvent prendre conscience de la toile d'influence tissée par la gigantesque machinerie militaro-industrielle et la confronter avec nos méthodes et objectifs démocratiques et pacifiques, afin que la sécurité et les libertés puissent fleurir côte à côte».

En cas d'attaque frontale contre le CMI, l'hypothèse Gorbatchev pourrait bien céder la place à une hypothèse Kennedy, avec une veuve qui ne s'appellerait plus Jackie, mais Michelle.

Y-a-t-il une issue qui permette à Obama d'en finir proprement avec l'empire tout en préservant la démocratie américaine. Oui, mais la porte est étroite. Il s'agit d'organiser la reconversion du CMI en CCI (Complexe Climatico Industriel) : faire des Etats-Unis, aujourd'hui les derniers de la classe en matière de climatiquement correct, les premiers de la classe dans une immense opération de prise de leadership de la lutte contre le réchauffement climatique. Mais il faudra garantir aux ploutocrates autant de profit dans la guerre climatique que dans la guerre contre les vietnamiens ou les irakiens. Si tu réussis, Barack...chapeau l'artiste ! Et je ne vous conseillerai plus de vendre le dollar mais de l'acheter !

5. Crise...de rire : « faut rigoler...avant qu'le ciel nous tombe sur la tête ! »

Dans cette nouvelle rubrique, ce que j'ai vu de plus drôle dans les derniers mois :



Un billet de 50 Amero, d'après La Pravda

<http://english.pravda.ru/world/americas/02-12-2008/106779-amero-0>

Aurez-vous un jour un tel billet dans la poche ou le portefeuille ? J'en doute. Pourtant l'Amero est déjà célèbre si j'en juge par Google : 1.490.000 références (interrogation du 22/12/08). De quoi s'agit-il ? De la prétendue future monnaie unique de l'Amérique du Nord, que les trois Etats (Canada, Etats-Unis et Mexique) auraient secrètement décidé de préparer pour faire face à la faillite du dollar US, monnaie inspirée de la construction de la monnaie unique européenne. Autant dire qu'on est là en plein délire conspirationniste : quand on sait les négociations difficiles et les préparations laborieuses pour la mise en place d'une monnaie commune à des nations différentes, comme en témoigne l'Euro, il est difficile d'imaginer que cela puisse être fait en catimini et imposé aux peuples en quelques jours ou quelques semaines. Pour information, il paraît que ce billet ressemble au rouble biélorusse (ça ne s'invente pas ! source Pravda).

Pour finir, j'ose à peine souhaiter une bonne année 2009, tant elle va être glauque pour tous du Nord au Sud et d'Est en Ouest, exécration pour beaucoup, tragique pour certains. N'oubliez pas que le grand vent de l'Histoire souffle très fort : le monde qui en ressortira ne sera pas forcément pire que le monde actuel ; mais d'ici que les tempêtes se calment, combien d'hommes, de femmes et d'enfants vont être ballotés, broyés, anéantis dans les tourbillons de la grande crise générationnelle.

Portez vous bien... et surnagez dans le grand tsunami !

Et quand même... Bonne Année 2009.

Le Cambou, 30 décembre 2008
Henri REGNAULT

Annexe : quelques sources

(A jour décembre 2008)

Pour suivre l'évolution de la situation économique et financière hors des médias conventionnels, compassés ou mi-chèvre mi-chou, je ne peux que vous conseiller de vous adresser à mes propres sources. Sous réserve d'erreur de jugement de ma part, je vous épargne les nombreux blogs de givrés, de conspirationnistes et de lobbies qui encombrant la toile sur les thèmes économiques et géopolitiques qui m'intéressent. En principe les blogs que je liste n'ont rien à vendre (sauf éventuellement leur propre abonnement) et ne sont pas des manipulateurs mercantiles, même si certains ont des opinions très tranchées... que je ne partage pas forcément !

*** comment, vous ne connaissez pas encore ! Et vous avez survécu jusqu'à maintenant ? A consommer sans modération, tous les jours si possible.

*** vaut le voyage sur internet. A consulter plusieurs fois par semaine

** mérite un détour hebdomadaire

* adresse à visiter à l'occasion, mises à jour peu fréquentes

Adresses anglophones :

- **Le blog et les chroniques de Paul Krugman***** sur le NYT : pour vérifier que grande carrière académique ne rime pas forcément avec académisme <http://krugman.blogs.nytimes.com/> ; <http://topics.nytimes.com/top/opinion/editorialsandoped/oped/columnists/paulkrugman/index.html>
- **Le blog de Nouriel Roubini***** : pour apprendre à conjuguer l'alphabet de la crise (V, U, W, L) <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini> . Mais il faut payer pour accéder à l'ensemble des chroniques.
- **Les chroniques de Ambrose Evans Pritchard***** sur le Telegraph : une grande finesse d'esprit, mais plus anti Euro et BCE, t'es déjà mort ! Il arrive à me faire oublier qu'il écrit en anglais. <http://www.telegraph.co.uk/money/main.jhtml?menuId=242&menuItem=10299&view=COLUMNIST&grid=F7&targetRule=14>
- **Le blog de Mike Shedlock***** : <http://globaleconomicanalysis.blogspot.com/>
- **Le blog Michael de J. Panzner, Financial Armageddon**** : <http://www.financialarmageddon.com/>
- **le blog de John Xenakis**** : plus catastrophiste que ça... tu meurs, et si tu survivais à la crise économique tu ne réchapperas pas de la grippe aviaire ou de la guerre nucléaire ! Evitez de lire avant de vous coucher (cauchemar garanti) <http://www.generationaldynamics.com/ww2010.htm>

Plus techniques, pour économistes avertis :

- **Calculated risk***** : <http://calculatedrisk.blogspot.com/>
- Econbrowser: <http://www.econbrowser.com/>
- Shadow government statistics: http://www.shadowstats.com/alternate_data

Adresses francophones :

- **Contre info****** : reprend souvent, en les traduisant en français, des papiers sortis sur les blogs anglophones ci-dessus <http://contreinfo.info/> . C'est un site très riche, un incontournable de l'analyse à contre courant en langue française (parfois articles en VO). Une vraie mine d'expertise atypique.
- **Le blog de Paul Jorion***** : Jorion connaît très bien de l'intérieur la finance américaine pour y avoir travaillé plusieurs années et connaît à fond le dossier immobilier. Ce blog est orienté sciences sociales en général (+ des chroniques perso), mais vous pouvez aller directement aux pages éco dont voici l'adresse : <http://www.pauljorion.com/blog/?cat=1>
- **Tropical Bear, le blog de Loïc Abadie***** : intéressant, argumentation bien charpentée (c'est un adepte déterminé de la thèse déflationniste ; je partage largement ses vues) : <http://tropicalbear.over-blog.com/> .
- **Les communiqués publics issus du GEAB**** (Global Europe Anticipation Bulletin), lettre confidentielle sur abonnement mais qui rend public l'édito ou un article de chaque numéro mensuel chaque 15 du mois: http://www.leap2020.eu/Extraits-et-communicues_r42.html . De bonnes intuitions... à relativiser, mais plus d'affirmations que de démonstrations. L'Euro est paré de toutes les vertus et le dollar de tous les défauts. Une démarche militante pro européenne.