

JAMES RICKARDS

En marche vers la faillite

Le plan secret de l'élite internationale



PUBLICATIONS



AGORA

En marche vers la faillite

Le plan secret de l'élite
internationale

JAMES RICKARDS

Traduit de l'américain par Patricia Seixas



Édition originale « The Road to ruin » Copyright © 2016 James Rickards
Publié par PORTFOLIO/PENGUIN (375 Hudson Street, New York, New York 10014, États-Unis),
Une marque de Penguin Publishing group, une division de Penguin Random House LLC.
Tous droits de traduction, de reproduction et d'adaptation réservés pour tous pays. www.penguin.com

Édition française « En Marche vers la Faillite »
Copyright © 2017 James Rickards
Publié par Publications Agora France, 8 rue de la Michodière, 75002 Paris - www.publications-agora.fr
Cette traduction a été publiée avec l'accord de Portfolio, une marque de Penguin Publishing group, une division
de Penguin Random House LLC.

Le Code de la propriété intellectuelle et artistique n'autorisant, aux termes des alinéas 2 et 3 de l'article L.122-5, d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale, ou partielle, faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause, est illicite » (alinéa 1er de l'article L. 122-4). Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles 425 et suivants du Code pénal.

Note de l'éditeur :

Nous portons le plus grand soin à l'édition de nos ouvrages et ceux-ci sont soigneusement vérifiés. Cependant, nous ne sommes pas responsables des erreurs ou oublis que vous trouveriez dans cette publication. Attention : n'investissez jamais plus que vos moyens ne vous le permettent. La valeur de tout investissement, et des revenus qui en découlent, peut monter aussi bien que descendre. Nous conseillons à nos lecteurs de consulter, avant d'investir un courtier ou un conseiller financier indépendant agréé.

ISBN : 979-10-92581-04-1

*Quand il ouvrit le troisième sceau,
j'entendis le troisième être vivant qui disait : Viens.
Je regardai, et voici, parut un cheval noir.
Celui qui le montait tenait une balance dans sa main.
Et j'entendis au milieu des quatre êtres vivants
une voix qui disait : Une mesure de blé pour un denier,
et trois mesures d'orge pour un denier ;
mais ne fais point de mal à l'huile et au vin.*

RÉVÉLATION 6:5-6

Introduction

CHAPITRE 1

■ **C'est la fin** 23

CHAPITRE 2

■ **Une seule Monnaie, un seul Monde, un seul Ordre** 83

CHAPITRE 3

■ **Le désert de l'esprit** 137

CHAPITRE 4

■ **La secousse prémonitoire : 1998** 175

CHAPITRE 5

■ **La secousse prémonitoire : 2008** 233

CHAPITRE 6

■ **Le séisme : 2018** 261

CHAPITRE 7

■ **Le bûcher de l'élite** 305

CHAPITRE 8

■ **Capitalisme, fascisme et démocratie** 343

CHAPITRE 9

■ **Voici un Cheval Noir** 395

Conclusion 431

Pour lire quotidiennement sur Internet les analyses de James Rickards :
www.la-chronique-agera.com

INTRODUCTION

Félix Somary est peut-être le plus grand économiste du xx^e siècle, mais pourtant l'un des plus méconnus.

Somary est né en 1881, dans une région germanophone de l'ancien Empire austro-hongrois. Il a étudié le droit et l'économie à l'université de Vienne. Là, il a côtoyé un autre étudiant, Joseph Schumpeter, et passé son doctorat sous la direction de Carl Menger, le père de l'école autrichienne d'économie.

Pendant la Première Guerre mondiale, Somary a exercé à la Banque centrale, en Belgique alors occupée, mais il a passé l'essentiel de sa carrière dans la banque privée, auprès d'une clientèle de particuliers et d'institutions fortunés. Il déménagea à Zurich dans les années 1930, où il vécut et travailla jusqu'à sa mort en 1956. Somary a passé la majeure partie de la Seconde Guerre mondiale à Washington (DC) où il officia en tant qu'émissaire de la Suisse et conseiller du département de la Guerre sur les questions financières.

Somary fut communément considéré comme le plus grand expert monétaire du monde. Les banques centrales le sollicitaient souvent pour avoir son avis en matière de politique monétaire. Malheureusement pour ces banques, ses bons conseils furent souvent ignorés pour des raisons politiques.

On le surnommait « Le Corbeau de Zurich » car il avait cette étrange faculté d'anticiper les catastrophes financières là où les autres faisaient preuve de suffisance. Dans la mythologie grecque, on associe les corbeaux à Apollon, également dieu de la divination. Dans le Premier Livre des Rois, de l'Ancien

Testament, Dieu ordonne aux corbeaux de prendre soin du prophète Élie. Somary fut peut-être le plus grand prophète de l'économie depuis l'Antiquité. Les mémoires de Somary sont intitulées *The Raven of Zurich* [NDR : Le Corbeau de Zurich].

Somary a non seulement prédit avant tout le monde la Première Guerre mondiale, la Grande Dépression et la Seconde Guerre mondiale, mais il a lancé des mises en garde précises concernant les conséquences déflationnistes et inflationnistes de ces cataclysmes. Il a survécu à la fin de l'étalon-or classique, au chaos monétaire de l'entre-deux guerres et au nouveau système de Bretton Woods. Il est mort en 1956, avant la fin de l'ère Bretton Woods.

Somary a réussi à prévoir des événements extrêmes en se fondant sur des méthodes similaires à celles employées dans le présent ouvrage. Il n'utilisait pas les termes identiques aux nôtres. À l'époque, la théorie de la complexité et l'économie comportementale n'étaient pas encore développées. Malgré tout, ses méthodes sont identifiables grâce à ses écrits.

Un exemple frappant, intitulé « Le chemin de fer de Sandjak », figure dans l'un des chapitres de ses mémoires. Il décrit une anecdote qui se déroula en 1908, alors que Somary s'efforçait de syndiquer un prêt commercial. Le prêt devait financer la construction d'un chemin de fer reliant la Bosnie à Salonique, ville portuaire grecque aujourd'hui nommée Thessalonique. Le chemin de fer en soi était un projet insignifiant. Somary avait été engagé par des investisseurs, à Vienne, afin de rendre compte de sa faisabilité financière.

Le tracé envisagé traversait une région ottomane appelée le Sandjak de Novi-Bazar. Ce tracé nécessitait une autorisation

que Vienne devait solliciter auprès de La Sublime Porte [NDT : le Grand Vizirat].

Ce qui s'est produit ensuite stupéfia Vienne. Les ministres des Affaires étrangères, de Moscou à Paris, protestèrent avec véhémence. Comme l'écrit Somary, « l'alliance russo-française a réagi à la demande d'autorisation de concession ferroviaire de l'Autriche-Hongrie par un déluge de protestations d'une intensité jamais égalée, pour ensuite proposer, en guise de contre-mesure politique, une voie ferrée allant du Danube à l'Adriatique ».

Cet incident ferroviaire s'est déroulé avant la guerre des Balkans de 1912-1913, et six ans avant que la Première Guerre mondiale n'éclate. Pourtant, si l'on se base sur la seule réaction franco-russe, Somary sous-entendait que la Première Guerre mondiale était inévitable. Son analyse était la suivante : si une question insignifiante porte les tensions politiques à leur paroxysme, alors des problèmes plus importants, qui se produisent inévitablement, conduisent forcément à la guerre.

Cette inférence constitue un parfait exemple de statistiques bayésiennes. Somary, en fait, est parti d'une hypothèse concernant la probabilité de guerre mondiale, laquelle est évaluée à 50/50 en l'absence de toute information. À mesure que surviennent des incidents (informations) du type de la voie ferrée de Sandjak, on vient les ajouter aux numérateur et dénominateur de l'expression mathématique du théorème de Bayes, augmentant ainsi les probabilités de guerre. Les analystes du renseignement, à l'heure actuelle, appellent ces événements des « indicateurs et alertes ». À un moment donné, la force de l'hypothèse montre que la guerre semble inévitable. Le théorème de Bayes permet à un analyste de parvenir à cette conclusion avec une longueur d'avance.

L'anecdote de la voie ferrée de Sandjak évoque certaines rivalités actuelles concernant des gazoducs reliant la mer Caspienne à l'Europe. D'ailleurs, il se pourrait que certains d'entre eux coupent cet ancien tracé de Sandjak, datant de l'Empire ottoman. Les acteurs sont les mêmes : la Turquie, la Russie et l'Allemagne. Mais où est notre nouveau Somary ? Qui est le nouveau corbeau ?

Somary a également utilisé la méthode historique et culturelle développée par Joseph Schumpeter. En 1913, sept grandes puissances de l'époque lui demandèrent de réorganiser le système monétaire chinois. Il refusa cette mission car il sentait qu'une crise monétaire plus pressante guettait l'Europe. Voici ce qu'il écrivait dix ans avant que la puissante déflation ne s'abatte sur le monde, de 1924 à 1939 :

Les Européens trouvaient amusant que les Chinois rejettent la monnaie-papier, et qu'ils pèsent les pièces métalliques sur des balances. On supposait que les Chinois avaient cinq générations de retard sur nous, alors qu'en réalité ils avaient une génération d'avance sur l'Europe. Sous le règne des empereurs mongols, ils avaient vécu une phase d'expansion au cours de laquelle des milliards de monnaie-papier avaient été émis afin de financer les conquêtes militaires et de grands chantiers publics. Mais cela avait eu de graves effets déflationnistes, restés gravés dans les mémoires tout au long des siècles suivants.

Somary a également illustré sa maîtrise de la psychologie comportementale en analysant un incident datant de juillet 1914, au cours duquel le roi George V d'Angleterre assura au frère du Kaiser, son cousin, qu'une guerre entre l'Angleterre et l'Allemagne était impossible :

Il ne fait aucun doute que le roi s'adressait en toute bonne foi à son cousin, mais je ne savais pas trop de quelles informations le roi disposait, à cet égard. Six ans auparavant, j'avais constaté à quel point certains dirigeants plus compétents que lui étaient peu informés ; l'information accessible aux initiés, et précisément aux plus hauts placés d'entre eux, est bien trop souvent trompeuse. Je me faisais bien plus au jugement du Times qu'à celui du roi. Pour le compte d'amis dont je gérais les actifs, j'ai converti en or des dépôts bancaires et des titres, et investi en Suisse et en Norvège. Quelques jours plus tard, la guerre a éclaté.

Aujourd'hui, la méprise du roi pourrait être qualifiée de dissonance cognitive ou de biais de confirmation, tels que les décrivent les psychologues comportementalistes. Somary n'utilisait pas ces termes, mais il avait compris que les élites vivent entre elles, enfermées dans des bulles. Ce sont souvent les dernières à savoir qu'une crise est imminente.

Les mémoires de Somary ont été publiés en Allemagne en 1960 ; la version anglaise n'a été publiée qu'en 1986. Ces deux éditions sont épuisées depuis longtemps. Il ne reste que quelques exemplaires chez certains libraires spécialisés.

Un an après la publication de la version anglaise, le 19 octobre 1987, l'indice Dow Jones Industrial Average a chuté de plus de 20% en un seul jour, ouvrant grand la porte à cette ère moderne de la complexité financière et de la fragilité des marchés. On peut croire que si Somary avait vécu plus longtemps, il aurait prévu le krach de 1987 et bien d'autres choses encore.

En utilisant les méthodes de Somary – l'étiologie, la psychologie, la complexité et l'histoire – ce livre reprend le fil de la folie financière là où le Corbeau l'a laissée.

L'économie est-elle une science ? Oui, et c'est là que les problèmes commencent. Car si l'économie est une science, la plupart des économistes ne sont pas scientifiques. Les économistes se comportent en politiciens, grands prêtres ou propagandistes. Ils écartent les éléments de preuve qui ne cadrent pas avec leurs paradigmes. Les économistes veulent le prestige du scientifique mais pas la rigueur qui va avec. La faiblesse actuelle de la croissance mondiale trouve son origine dans cette imposture.

La science est constituée de savoirs et de méthodes. La méthode scientifique est le moyen permettant d'acquérir les connaissances. On procède en raisonnant par induction (en gros une intuition) ou par déduction, une inférence que l'on puise dans des données. Dans tous les cas, c'est une approche inductive ou déductive qui permet d'établir une hypothèse : une supposition rigoureuse. L'hypothèse est testée par l'expérimentation et l'observation, qui aboutissent à des données. Soit les données confirment l'hypothèse, auquel cas sa crédibilité augmente, soit elles l'infirmement, auquel cas elle est rejetée puis remplacée par une nouvelle hypothèse. Lorsqu'une hypothèse survit à énormément de tests et d'observations, elle devient une théorie, une forme conditionnelle de vérité.

La méthode scientifique s'applique volontiers à l'économie. La fameuse distinction entre les sciences « dures », comme la physique, et les sciences « humaines », comme l'économie, est infondée. De nos jours, les universitaires catégorisent les branches spécifiques de la science selon ce qui convient le mieux pour expliquer des champs spécifiques de l'univers. L'astronomie est une bonne façon de comprendre les galaxies. La biologie est une façon efficace de comprendre le cancer. L'économie constitue un excellent moyen de comprendre

la répartition des ressources et la création de richesses. L'astronomie, la biologie et l'économie sont des branches de la science qui s'appliquent à différents domaines du savoir. Toutes sont des sciences qui se prêtent à la méthode scientifique.

Il n'en demeure pas moins que la plupart des économistes, dans les universités, ne sont pas des scientifiques : ce sont des théoriciens. Ils s'accrochent à une ancienne version de leur science, se montrent peu ouverts aux nouvelles idées et rejettent les données qui contredisent leurs dogmes. Ce paysage de désolation pourrait se limiter aux universités si seulement les économistes n'occupaient pas des postes extrêmement influents au sein des banques centrales et des ministères des Finances. Le fait qu'ils se basent sur des théories obsolètes dépasse le champ universitaire : cela détruit la richesse des pays.

Ce sujet mérite d'être débattu avant que ne survienne la prochaine crise financière, car énormément de choses sont en jeu. L'économie américaine a progressé – bien que lentement – pendant huit ans, entre la dernière crise et le moment où je rédige ces lignes. Il s'agit d'une expansion d'une durée historique. La période écoulée depuis 2008 reflète à peu près la cadence à laquelle se sont produites les crises de 1987, 1994, 1998 et 2008. Sept ans entre deux crises, ce n'est pas une durée figée. Il n'est pas inscrit dans le marbre qu'un nouveau krach va bientôt se produire. Pour autant, il ne serait pas étonnant que cela arrive.

Le système financier étant si vulnérable, et les responsables politiques si peu préparés, des mesures politiques extrêmes seront nécessaires lorsque la catastrophe s'abattra. Ce livre est un plaidoyer pour que l'on réinvente les propriétés statistiques du risque, que l'on applique de nouvelles théories, et que l'on s'éloigne du précipice avant qu'il ne soit trop tard.

Les scientifiques comprennent bien que toutes les théories sont aléatoires : une explication supérieure à l'opinion dominante finit toujours par se manifester. On ne considère pas que Newton ait tort sous prétexte qu'Einstein a mieux expliqué la gravité. Einstein a fait avancer l'état des connaissances. Malheureusement, les économistes manifestent peu de volonté de faire avancer l'état de leur art. L'école autrichienne, les néo-keynésiens et les monétaristes ont tous des convictions fermement ancrées. La recherche se compose de variantes incessantes partant toujours de la même poignée de thèmes. Cette stagnation intellectuelle dure depuis soixante-dix ans. Les innovations les plus notoires imitent en réalité des idées élaborées par Keynes, Fisher, Hayek et Schumpeter avant la Seconde Guerre mondiale. À l'origine, ces idées étaient révolutionnaires, mais leurs variantes d'après-guerre sont limitées, obsolètes et, si on les applique de façon dogmatique, dangereuses.

L'approche autrichienne de la supériorité d'un libre marché par rapport à la planification centrale est plutôt saine. Mais l'école autrichienne doit se réactualiser en appliquant de nouvelles sciences et une technologie du XXI^e siècle. Christophe Colomb a été le plus grand navigateur à l'estime de tous les temps. Pourtant, il utiliserait le GPS, de nos jours. Si Friedrich Hayek était vivant, il utiliserait de nouveaux instruments, la théorie des réseaux, et l'automate cellulaire afin d'affiner ses idées. Ses disciples devraient faire de même, au minimum.

Les modèles néo-keynésiens règnent en maître. Curieusement, ils ont peu de chose à voir avec John Maynard Keynes. Keynes était surtout pragmatique : ses successeurs ne le sont en aucun cas. Keynes a plaidé en faveur de l'or en 1914, conseillé que l'on augmente son cours en 1925, s'est opposé

à lui en 1931, puis a proposé un étalon-or modifié en 1944. À chaque occasion, les raisons invoquées par Keynes étaient pragmatiques.

Un jour, Churchill lui a envoyé un télégramme mentionnant la chose suivante : « Je me range à votre point de vue ». Keynes a répondu : « J'en suis bien désolé. J'ai commencé à changer d'avis ». Ce serait rafraîchissant, si les économistes actuels étaient un tant soit peu aussi ouverts d'esprit.

Keynes pensait que si la demande globale du secteur privé enregistrait une carence temporaire, on pouvait la remplacer par des dépenses publiques, jusqu'à ce que les « esprits animaux » se ravivent. Dépenser, cela fonctionne mieux lorsque le gouvernement n'est pas lourdement endetté et que l'excédent peut financer les dépenses. Actuellement, des économistes tels que Paul Krugman et Joseph Stiglitz, qui utilisent des modèles d'équilibre erronés (l'économie n'est pas un système d'équilibre), proposent d'augmenter les dépenses financées par le déficit tout en endettant lourdement les pays sur une période infinie, comme si le fait de posséder quatre télévisions et d'en acheter une cinquième représentait la voie de l'avenir. C'est de la folie.

Les monétaristes ne font pas mieux. Selon Milton Friedman, la croissance réelle maximum et la stabilité des prix s'obtiennent par une augmentation lente et régulière de la masse monétaire. Friedman voulait que la masse monétaire soit à la mesure de la croissance potentielle.

La formule adoptée par Friedman, $MV = PQ$ (issue de Fisher et de ses prédécesseurs), énonce que l'argent (M) multiplié par la vitesse de circulation (V) est égal au PIB nominal (composé du PIB réel (Q) corrigé des variations de prix (P)).

Friedman est parti du principe que la circulation est constante et qu'idéalement il ne devrait y avoir ni inflation ni déflation (implicitement, $P = 1$). Une fois que la croissance réelle est estimée (3,5% par an, en moyenne, dans une économie arrivée à maturité), la masse monétaire peut être augmentée en douceur, afin d'atteindre cette croissance sans inflation. Bien que la théorie de Friedman soit utile en tant qu'exercice mental, elle est inutilisable en pratique. Dans le monde réel, la vitesse de circulation n'est pas constante, la croissance réelle est entravée par des obstacles structurels (c'est-à-dire non monétaires) et la masse monétaire est mal définie. Et à part ça, Madame la Marquise ?

Les théories dominantes créent encore plus de dégâts lorsqu'elles considèrent les propriétés statistiques du risque.

Actuellement, le bilan élargi des banques *too big to fail* est d'environ 1 million de milliards de dollars, et repose sur des capitaux relativement minces. Or comment gère-t-on le risque enfoui dans cet endettement ? La théorie dominante se nomme *Value at Risk (VaR)*²].

Cette théorie part du principe que le risque présent dans les positions « short » et « long³ » se compense, que le niveau de distribution des mouvements des cours est normal, que les événements extrêmes sont très rares, et que les dérivés peuvent être correctement valorisés en appliquant un taux « sans risque ». En fait, lorsque AIG a failli faire défaut, en 2008, aucune contrepartie ne s'est préoccupée de sa position *nette* ; AIG a failli faire défaut sur la position *brute* de chaque contrepartie.

1 Trop grosses pour faire faillite

2 Risque potentiel de perte maximale

3 Positions *short* et *long* : Positions « courtes », pariant sur la baisse d'un actif par opposition aux positions « longues », qui parient sur la hausse d'un actif

Les données montrent que la série temporelle des mouvements de prix est distribuée le long d'une courbe de puissance et non d'une courbe normale. Les événements extrêmes sont loin d'être rares ; ils se produisent tous les sept ans, environ. D'ailleurs, les États-Unis, la référence en obligations « sans risque », ont récemment essuyé une baisse de leur notation de crédit. Bref, les quatre suppositions sur lesquelles s'appuie la *VaR* sont fausses.

Si les néo-keynésiens, les monétaristes et ceux qui pratiquent la *VaR* ont des outils obsolètes, pourquoi s'y accrochent-ils avec autant d'acharnement ? Pour répondre à cette question, il convient d'en poser une autre. Pourquoi au Moyen Âge, ceux qui croyaient à un système solaire géocentrique n'ont-ils pas remis en question leur système lorsque les données ont indiqué des mouvements de planète incohérents ? Pourquoi ont-ils écrit de nouvelles équations afin d'expliquer ces soi-disant anomalies au lieu de jeter leur système à la poubelle ? La réponse se trouve dans la psychologie.

Les systèmes de croyances sont réconfortants. Ils offrent des certitudes dans un monde rempli d'incertitudes. Les humains attribuent de la valeur à la certitude, même lorsqu'elle est fausse. Si le mensonge peut avoir des conséquences à long terme, le réconfort vous aide à vivre.

Ce facteur de réconfort devient fondateur lorsqu'il existe des modèles mathématiques permettant de le soutenir. Les mathématiques modernes appliquées à la finance sont impressionnantes. Des titulaires de doctorats ayant passé des années à maîtriser les maths ont intérêt, personnellement, à préserver les apparences. Les maths étayent leurs références et excluent les autres, moins doués pour l'Intégrale d'Ito⁴.

4 L'intégrale d'Ito, appelée ainsi en l'honneur du mathématicien [Kiyoshi Ito](#) est un des outils fondamentaux du [calcul stochastique](#).

Les mathématiques financières ont également de l'élégance, d'après ceux qui les pratiquent. Si vous acceptez le paradigme financier moderne, les maths vous fournissent des tas de bonnes solutions pour résoudre des problèmes difficiles tels que le prix des options. Personne ne prend la peine de remettre en question ledit paradigme.

Cette façade financière est renforcée par la tyrannie régnant sur l'évolution des carrières universitaires. Un jeune doctorant ayant intégré une filière financière très sélective se préoccupe à juste titre de Bourse, publications et postes universitaires. S'il aborde un directeur de thèse sexagénaire en lui montrant un projet de thèse réfutant ce que ce directeur défend depuis des décennies, ce n'est pas très astucieux pour faire progresser sa carrière. La plupart pensent qu'il vaut mieux dégainer la millième variante d'un modèle DGSE (modèle d'équilibre général dynamique stochastique) s'appuyant sur ARCH⁵ pour expliquer l'impact de l'assouplissement quantitatif sur les *spreads* de crédit. C'est la meilleure façon de faire avancer leur carrière.

Ensuite, il y a l'inertie pure et simple, comme rester dans un lit douillet par un matin froid. Les universitaires, eux aussi, ont leur zone de confort. De nouvelles connaissances, c'est un peu comme prendre un bain de mer en plein hiver : c'est revigorant, exaltant, mais cela ne tente pas tout le monde.

Le fait de préférer la certitude à l'incertitude, le charme des mathématiques élégantes, la mentalité universitaire étriquée et l'inertie, sont autant de raisons qui expliquent pourquoi les modèles erronés persistent.

5 ARCH : autoregressive conditional heteroskedascity

Si seules certaines réputations universitaires étaient en jeu, le monde pourrait faire preuve de patience. Les sciences justes finissent toujours par l'emporter. Mais les enjeux sont bien plus élevés. La richesse du monde est en danger. Lorsque la richesse est détruite, les troubles sociaux éclatent dans la foulée. Les investisseurs ne peuvent plus se permettre d'avoir des responsables politiques qui refusent de rechercher de meilleures solutions afin de préserver ce qu'ils expérimentent mais ne marche pas vraiment.

Ce livre se concentre sur ce qui fonctionne. Depuis les années 1960, de nouvelles branches de la science sont apparues. Depuis 1980, les faibles coûts de l'informatique ont permis d'expérimenter en laboratoire des hypothèses économiques ne pouvant être testées dans les conditions du monde réel. L'avènement du travail scientifique en équipe (*team science*), pratiqué depuis longtemps en médecine, facilite les découvertes interdisciplinaires allant au-delà des limites de l'expertise de chacun. Récemment, un vieux théorème datant de 250 ans, dénigré depuis des siècles, est réapparu triomphalement pour résoudre des problèmes par ailleurs insolubles.

Les trois instruments les plus importants de la boîte à outils du domaine financier sont la psychologie comportementale, la théorie de la complexité et l'inférence causale. Ces outils peuvent être utilisés séparément afin de résoudre un problème spécifique, ou en les combinant, afin d'élaborer des modèles plus solides.

Ces trois outils semblent plus inexacts, du point de vue de leur pouvoir prédictif, que les modèles actuels utilisés par les banques centrales. Pourtant, ils reflètent bien mieux la réalité. Il vaut mieux avoir à peu près raison que complètement tort.

Les économistes connaissent la psychologie comportementale et y adhèrent. Daniel Kahneman, le principal théoricien en matière de psychologie comportementale, a reçu le prix Nobel d'économie en 2002. Ce qui fait obstacle à l'utilisation de la psychologie, en économie, ce n'est pas sa compréhension, mais plutôt son application. Les modèles financiers tels que la *VaR* sont encore basés sur la rationalité et l'efficacité des marchés, bien longtemps après que Kahneman et ses collègues aient prouvé l'irrationalité et l'inefficacité du comportement humain sur les marchés (tels que les économistes définissent ces termes).

Par exemple, les expériences de Kahneman montrent que lorsqu'un sujet a le choix entre recevoir 3 \$ avec 100% de certitude, et 4 \$ avec 80% de certitude, il penche largement en faveur du premier choix. Une simple multiplication montre que le second choix offre un rendement potentiel supérieur au premier : 3,20 \$ par rapport à 3 \$. Pourtant, au quotidien, les gens préfèrent quelque chose de sûr à quelque chose de risqué malgré un rendement potentiel supérieur associé au risque de ne rien gagner du tout.

Les économistes se sont empressés de qualifier le premier choix d'irrationnel et le second de rationnel. D'où l'affirmation selon laquelle les investisseurs préférant le premier choix sont irrationnels. Mais le sont-ils vraiment ?

Il est vrai que si vous jouez à ce jeu 100 fois, le choix des 4 \$, assorti d'une probabilité de 80%, produit presque sûrement davantage de rendements que le pari gagné d'avance à 3 \$. *Mais que se passe-t-il si vous ne jouez qu'une seule fois ?* Les équations portant sur le rendement potentiel sont les mêmes. Et si vous avez besoin d'argent, le pari gagné d'avance, à 3 \$, recèle une valeur indépendante que les équations n'intègrent pas.

La découverte de Kahneman doit être associée à la psychologie de l'évolution en vue de redéfinir la rationalité. Imaginez que vous êtes un homme de Cro-Magnon, au cours de l'ère glaciaire. Vous quittez votre abri et repérez deux pistes pour aller chasser. L'une des pistes offre du gibier à volontiers, mais elle est jalonnée de grands rochers.

L'autre piste offre moins de gibier mais elle est dégagée de tout obstacle. En terminologie financière moderne, la première piste offre un rendement plus élevé.

Et pourtant, l'évolution privilégie la piste offrant moins de gibier. Pourquoi ? Parce qu'un smilodon (tigre à dents de sabre) pourrait se cacher derrière l'un de ces rochers, le long de la piste. Si c'est le cas, vous allez mourir et votre famille mourra de faim. La piste offrant moins de gibier n'est pas irrationnelle si l'on considère bien *tous* les coûts. Le smilodon est le mammifère absent de l'économie moderne. Traditionnellement, les universitaires quantifient les avantages de premier niveau (le gibier) et ignorent les coûts secondaires (le smilodon). Les investisseurs peuvent se servir du présent ouvrage pour repérer les smilodons.

La théorie de la complexité représente le deuxième nouvel instrument de la boîte à outils. Actuellement, la question cruciale, en économie, est de savoir si les marchés financiers sont des systèmes complexes. Si la réponse est « oui », alors *tous* les modèles d'équilibre utilisés en économie financière sont obsolètes.

Les sciences physiques offrent un moyen de répondre à la question. Un système dynamique est composé d'agents autonomes. Quels sont les attributs des agents autonomes, au sein d'un système complexe ? En gros, il en existe quatre : *la*

diversité, la connexion, l'interaction et l'adaptation. Un système dont les agents manifestent peu de ces attributs tend vers l'inertie. Un système dont les agents manifestent bon nombre de ces attributs tend vers le chaos. Un système dont les agents possèdent ces quatre caractéristiques de façon équilibrée – ni trop, ni trop peu – constitue un système dynamique complexe.

La diversité, au sein des marchés financiers, se repère dans les comportements haussiers et baissiers, « longs » ou « short », dans la crainte et l'avidité. La diversité des comportements est la quintessence des marchés.

La connexion, au sein des marchés financiers, est également manifeste. Via l'utilisation de Dow Jones, de Thomson Reuters, Bloomberg, Fox Business, des e-mails, chats, sms, Twitter et du téléphone, il est difficile d'imaginer un système plus intensément connecté que celui des marchés financiers.

L'interaction, au sein des marchés financiers, s'évalue par milliers de milliards de dollars en actions, obligations, devises, matières premières et transactions dérivées exécutées quotidiennement, impliquant toutes un acheteur, un vendeur, un courtier ou une interaction boursière. Nul autre système social ne s'apparente aux marchés financiers, en termes d'interaction mesurée par le volume des transactions.

L'adaptation est également caractéristique des marchés financiers. Un *hedge fund* qui perd de l'argent sur une position adapte rapidement son comportement pour sortir du *trade* ou, peut-être, doubler la mise. Ce fonds change de comportement en fonction de celui des autres acteurs du marché, qui s'exprime via les cours.

Les marchés financiers sont visiblement des systèmes complexes sans nulle autre pareille.

L'échec des modèles de risque dominants repose sur le fait que *les systèmes complexes se comportent de toute autre façon que les modèles fondés sur l'équilibre*. Voilà pourquoi les modèles de Wall Street et des banques centrales, fondés sur l'équilibre, produisent systématiquement des résultats médiocres en ce qui concerne les prévisions et la gestion des risques. Chaque analyse débute avec les mêmes données. Mais lorsque vous entrez une donnée dans un modèle défaillant, vous obtenez un résultat tout aussi défaillant. Les investisseurs ayant recours à la théorie de la complexité ont une longueur d'avance sur les analystes conventionnels, et obtiennent de meilleurs résultats prédictifs.

Les statistiques de Bayes – une branche de l'étiologie, également appelée inférence causale – constituent le troisième outil. Ces deux termes sont dérivés du théorème de Bayes, une équation initialement décrite par Thomas Bayes et publiée à titre posthume en 1763. Une version de ce théorème a été élaborée de façon indépendante et plus formelle par le mathématicien français Pierre Simon, marquis de Laplace, en 1774. Au cours des décennies suivantes, Laplace a continué à travailler sur ce théorème. Les statisticiens du XX^e siècle en ont développé des versions plus rigoureuses.

Les sciences traditionnelles, y compris l'économie, réunissent énormément d'ensembles de données et utilisent des méthodes déductives afin de dégager, à partir de ces données, des hypothèses susceptibles d'être testées. Ces hypothèses impliquent souvent des corrélations et des régressions utilisées en vue de prévoir de futurs événements qui, on le suppose, ressembleraient à des événements passés. Ce type de méthodes comprend l'utilisation de la stochastique ou des nombres aléatoires, afin de procéder à des simulations issues de la méthode Monte-Carlo

– la version sophistiquée de *pile ou face* et du *jeu de dés* – afin de prévoir la probabilité de futurs événements.

Mais que se passe-t-il si les données sont inexistantes ou quasi inexistantes, au départ ? Comment estimer la probabilité d'un accord secret conclu entre un petit groupe de banques centrales ? Les probabilités bayésiennes offrent justement un outil permettant de le faire.

Les économistes conventionnels partent du principe que le futur ressemble au passé, dans une certaine limite définie par des distributions aléatoires. Le théorème de Bayes remet cette idée en question. La probabilité bayésienne pose comme principe que certains événements sont *path dependent* [NDR : ils manifestent une « dépendance au sentier »]. Cela signifie que certains futurs événements ne *sont pas* indépendants comme si l'on tirait à *pile ou face*. Ils sont bien influencés par ce qui les précède. Le théorème de Bayes élabore une bonne hypothèse préalable en se basant sur un ensemble de données peu abondantes, sur l'histoire et sur du bon sens.

Les probabilités bayésiennes relèvent d'une science de qualité, et non du jeu des devinettes, car l'hypothèse préalable est testée par les données qui apparaissent par la suite. Ces nouvelles données tendent soit à confirmer, soit à réfuter, ladite hypothèse. Le ratio des deux types de données est continuellement réactualisé à mesure que de nouvelles données arrivent. En fonction de ce ratio réactualisé, l'hypothèse est soit rejetée (et une nouvelle hypothèse est alors élaborée), soit acceptée avec un degré de confiance accru. Bref, le théorème de Bayes est une façon de résoudre un problème lorsque l'on dispose de peu de données au départ permettant de satisfaire les exigences des statistiques conventionnelles.

Les économistes rejettent les probabilités de Bayes en raison de cette infâme conjecture initiale. Pourtant, elles sont énormément utilisées au sein des services du renseignement, partout dans le monde. J'ai croisé des analystes qui s'en servaient sur des sites classés confidentiel-défense de la CIA, ainsi qu'au laboratoire national de Los Alamos. Lorsque votre mission est de prévoir les prochains attentats de type 11 septembre, vous ne pouvez attendre que surviennent cinquante autres attentats afin de constituer votre ensemble de données. Vous travaillez sur le problème immédiatement, en vous servant du peu de données à votre disposition.

À la CIA, la possibilité d'appliquer les probabilités bayésiennes aux prévisions de marchés était évidente. L'analyse du renseignement comprend la prévision d'événements basés sur de rares informations. Si les informations étaient abondantes, les espions ne seraient pas nécessaires. Les investisseurs sont confrontés au même problème lorsqu'ils répartissent leurs investissements dans différentes classes d'actifs. Ils n'ont pas assez d'informations par rapport à ce qu'exigent les méthodes statistiques habituelles. Au moment où ils disposent enfin de suffisamment d'informations pour acquérir des certitudes, l'opportunité de gain s'est envolée.

Le théorème de Bayes est désordonné mais c'est mieux que rien. Il est également plus valable que les régressions établies à Wall Street, qui ratent tout ce qui est inédit et imprévu. Ce livre explique comment utiliser les probabilités bayésiennes afin d'obtenir de meilleurs résultats prévisionnels que la Réserve fédérale ou que le Fonds monétaire international.

Ce livre prend ses distances avec les quatre grandes écoles : classique, autrichienne, keynésienne et monétariste. Bien sûr, toutes apportent énormément de choses.

Les économistes classiques, dont Smith, Ricardo, Mill et Bentham, entre autres, sont particulièrement intéressants car aucun d'eux n'était titulaire d'un doctorat. Ces avocats, écrivains et philosophes ont énormément réfléchi à ce qui fonctionne et ne fonctionne pas au sein de l'économie, au niveau des pays et de la société. Ils n'avaient pas les outils informatiques modernes à leur disposition, mais ils connaissaient très bien la nature humaine.

Les Autrichiens ont énormément contribué à l'étude du choix et des marchés. Malgré tout, leur insistance sur le pouvoir explicatif de l'argent semble étriquée. L'argent compte, mais insister là-dessus au point d'exclure la psychologie est une erreur fatale.

Les écoles keynésienne et monétariste ont en grande partie fusionné pour devenir le consensus néolibéral, une sorte d'assiette « Terre et Mer » offrant le pire aspect de ces deux écoles.

J'écris ce livre en tant que théoricien s'appuyant sur la théorie de la complexité, les statistiques de Bayes et la psychologie comportementale en vue d'étudier l'économie. Cette approche est unique et ne représente pas encore une « école de pensée économique ». Le présent livre se sert également d'un autre outil : l'Histoire. Lorsque l'on me demande d'identifier quelle théorie économique existante et établie je considère comme la plus utile, je réponds « l'Histoire ».

L'historicisme compte d'éminents auteurs tels que Walter Bagehot, progressiste, Karl Marx, communiste, et Joseph A. Schumpeter, conservateur et catholique autrichien. Le fait d'adhérer à l'école historique ne fait pas de vous un progressiste, un communiste ou un Autrichien. Cela signifie

que vous considérez que l'activité économique est dérivée, culturellement, de l'activité humaine.

L'homo economicus est absent de la nature. Il y a des Allemands, des Russes, des Grecs, des Américains et des Chinois. Il y a des riches et des pauvres, ou encore ceux que Marx qualifiait de bourgeois et de prolétaires. Il existe une diversité. Les Américains détestent discuter de classe sociale. On « y va mollo » avec les concepts tels que la bourgeoisie et le prolétariat. Quoi qu'il en soit, l'intégration de la culture de classe à l'économie est révélatrice.

Mon livre suit le fil de la théorie de la complexité, de l'économie comportementale, de l'inférence causale et de l'Histoire, tout en parcourant le vaste réseau des marchés financiers du XXI^e siècle où le futur s'annonce totalement différent de ce que le monde a connu à ce jour.

EN MARCHE, VERS LA FAILLITE

C'est la fin

CHAPITRE 1

*Bien, bien, très bien –
Tellement de gens différents
Dans un même instrument.*

**Extrait du roman
Le Berceau du Chat,
de Kurt Vonnegut, 1963**

La conversation

Aureole est un restaurant élégant, haut de plafond, au design moderne et épuré, sur la 42^e rue, à Manhattan. Il se situe à mi-chemin entre le quartier très touristique de Times Square et les frondaisons de Bryant Park. Tout près de là se trouve la bibliothèque de New York, à l'architecture néo-classique, et dont l'entrée est gardée par deux lions de marbre : Patience et Courage.

Je me trouvais là par une agréable soirée de juin 2014, attablé devant une fenêtre, avec trois autres convives. Nous étions arrivés au restaurant *Aureole* à pied, en sortant de la salle de conférence de la bibliothèque où je venais de prononcer un discours sur la finance internationale.

La bibliothèque avait autorisé l'accès libre à la conférence. A New York, le libre accès à un événement vous garantit un auditoire éclectique, plus varié que lors de mes interventions institutionnelles classiques. Un homme de l'auditoire portait un costume orange, un nœud papillon, des lunettes de soleil et un chapeau melon vert citron. Il était assis au premier rang. Son allure n'a fait sourciller personne.

Les New-Yorkais font preuve d'audace dans leur tenue, mais aussi de finesse, normalement. Au cours de la séance des questions/réponses, après l'intervention, un membre de l'auditoire a levé la main et déclaré : « Je suis d'accord avec vos mises en garde concernant le risque systémique, mais je suis lié à un compte-retraite d'entreprise 401(k). Mes seules solutions, ce sont les actions et les fonds monétaires. Que dois-je faire ? » Mon premier conseil a été le suivant : « Démissionnez ». Ensuite j'ai dit la chose suivante : « Plus sérieusement, vendez la moitié

de vos actions et restez liquide. Cela vous laissera un potentiel de hausse et réduira votre volatilité. En outre, cela vous laissera plus de choix à mesure que l'on y verra plus clair. » C'était tout ce qu'il pouvait faire. Alors que je lui donnais ce conseil, je me suis rendu compte que des millions d'Américains étaient coincés dans ce même piège du marché actions.

Au restaurant *Aureole*, le moment était à la détente. Les clients étaient un mélange de magnats et de top modèles issus des quartiers résidentiels. J'étais en compagnie de trois femmes brillantes. À ma gauche, il y avait Christina Polischuk, retraitée et ex-conseillère en chef chez Barclays Global Investors. Avant de se faire racheter par BlackRock en 2009, Barclays était l'un des principaux gestionnaires d'actifs dans le monde. Ce rachat a propulsé BlackRock au sommet de son secteur, avec 5 000 milliards de dollars d'actifs à gérer, soit un montant supérieur au PIB de l'Allemagne.

En face de moi se trouvait ma fille Ali. Elle venait tout juste de lancer sa propre entreprise de consultante en médias numériques, après avoir conseillé pendant quatre ans des célébrités de premier plan. J'ai fait partie de ses tout premiers clients. Elle a modernisé le style de mes présentations, avec grand succès.

À ma droite se tenait l'une des femmes les plus puissantes du secteur financier privé : la conseillère de Larry Fink, président de BlackRock. C'était l'interlocutrice privilégiée, chez BlackRock, lorsque le gouvernement a tenté de réprimer le système financier à la suite de l'effondrement de 2008. Lorsque le gouvernement est venu frapper à la porte de BlackRock, c'est elle qui l'a reçu.

Alors que nous dégustions l'entrée en sirotant un Bourgogne blanc, nous avons parlé du bon vieux temps, d'amis mutuels et de l'auditoire de la conférence. Face à cet auditoire, j'avais abordé la théorie de la complexité et présenté des données éprouvées montrant que le système financier s'orientait vers un effondrement. Mon amie, à droite, n'avait pas besoin d'un cours sur le risque systémique. Dans le cadre de ses fonctions, au sein de BlackRock, elle se trouvait au carrefour de la contagion.

Sous la direction de Larry Fink, BlackRock est devenu, ces 25 dernières années, l'entité la plus puissante en matière de gestion d'actifs. BlackRock gère différents comptes pour les plus grandes institutions du monde, ainsi que des fonds communs et autres véhicules d'investissement de toutes tailles. La société brasse des milliards de dollars d'ETF, via sa plateforme iShares.

Les acquisitions orchestrées par Fink, notamment celles de State Street Research, Merrill Lynch Investment Management et Barclays Global Investors, ainsi qu'une croissance interne et de nouveaux produits, ont propulsé BlackRock au sommet du secteur de la gestion d'actifs. Les 5 000 milliards de dollars d'actifs de BlackRock se répartissent entre actions, rendements fixes, matières premières, devises et dérivés, sur les marchés des cinq continents. Aucune autre société de gestion d'actifs n'a cette dimension et cette étendue. BlackRock est le nouveau Léviathan financier.

Fink est motivé de façon obsessionnelle par la croissance des actifs et la puissance financière qui va avec. En général, il se lève de bonne heure, dévore les informations, suit un emploi du temps éreintant, ponctué de déjeuners et dîners avec les puissants de ce monde, puis dort à poings fermés à 22h30 au plus tard, prêt à recommencer dès le lendemain. Quand il ne fait pas la navette entre son appartement de l'East Side, à Manhattan, et son

bureau en ville, il suit le circuit de l'élite du pouvoir mondiale, notamment Davos en janvier, les réunions de printemps du Fonds monétaire international (FMI) en avril, Saint-Pétersbourg (Russie) en juin pour les « nuits blanches », et ainsi de suite, tout au long du calendrier et partout dans le monde. Il rencontre des clients, des chefs d'État, des responsables de banques centrales ainsi que d'autres personnalités moins connues, mais tout aussi puissantes en coulisse.

Un tel pouvoir ne passe pas inaperçu, à Washington. Le gouvernement américain fonctionne comme la Main noire, l'ancienne Mafia décrite dans *Le Parrain 2*. Si vous versez de l'argent en échange de votre protection – sous forme de contributions de campagne – que vous faites des donations aux fondations appropriées, engagez les bons consultants, avocats et lobbyistes, et que vous ne vous opposez pas aux projets du gouvernement, on vous laisse gérer vos affaires tranquillement.

Si vous ne payez pas, Washington casse une vitre de votre maison en guise d'avertissement. Dans l'Amérique du XXI^e siècle, le gouvernement casse des vitres via des poursuites judiciaires motivées par la politique, sur des accusations liées à des questions de fiscalité, de fraude ou de lois anti-trust. Si vous ne rentrez toujours pas dans le rang, le gouvernement revient et met le feu à votre boutique.

Le gouvernement Obama a porté l'art des poursuites à vocation politique à des sommets jamais atteints depuis 1934, date à laquelle le gouvernement Roosevelt voulut faire inculper Andrew Mellon, éminent ex-secrétaire du Trésor. Le seul crime de Mellon était d'être riche et de s'opposer ouvertement à Franklin E. Roosevelt. Au bout du compte, il a été acquitté de tout ce dont on l'accusait. Il n'en demeure pas moins que les

comparses de gauche de Roosevelt ont bien accueilli ce procès politique.

Jamie Dimon, président de JPMorgan, a reçu une leçon cuisante lorsqu'il a critiqué publiquement les mesures de réglementation bancaire d'Obama, en 2012. Au cours des deux années suivantes, JPMorgan a versé plus de 30 Mds\$ d'amendes, pénalités et coûts de mise en conformité, pour régler à l'amiable une montagne d'accusations de fraudes pénales et civiles, initiée par le département de la Justice d'Obama et ses autorités de régulation. Le gouvernement Obama savait qu'attaquer des institutions était plus lucratif qu'attaquer des individus comme Roosevelt l'avait fait. Sous la domination de cette nouvelle Main noire, les actionnaires ont payé le prix, et les dirigeants d'entreprise ont réussi à sauver leur poste sous réserve de se taire.

Fink a joué le jeu de la politique de façon bien plus astucieuse que Dimon. Comme le magazine *Fortune* l'a indiqué : « Fink... est un solide démocrate... et on a souvent dit qu'il était résolu à exercer des fonctions élevées au sein du gouvernement, telles que celles de secrétaire du Trésor. » Jusqu'à présent, Fink a réussi à éviter les attaques dont ses rivaux étaient assaillis.

Désormais, Fink fait face à un danger bien plus grave que des poursuites ciblées et les animosités de l'aile Ouest de la Maison-Blanche. Ce danger implique la Maison-Blanche, mais émane des plus hauts niveaux du FMI et du G20, le club des plus grandes puissances économiques. Ce danger porte un nom anodin, destiné à fourvoyer les profanes. Ce nom, G-SIFI, signifiant *globally systemic important financial institutions* possède son équivalent français : les EFIS-M, pour « établissements financiers d'importance systémique d'envergure mondiale ». En gros, il s'agit des fameux *too big to fail*, ces établissements

trop importants pour faire faillite. Si votre société figure sur la liste des EFIS-M, elle est soutenue par les États, car sa faillite ferait capoter le système financier mondial. Cette liste dépasse les grandes banques nationales pour remonter dans la stratosphère, jusqu'aux acteurs surdimensionnés dominant la finance internationale. Les EFIS-M vont au-delà même du *too big to fail*. Les EFIS-M représentent une liste d'établissements trop « gros » pour qu'on les laisse tranquilles. Le G20 et le FMI ne veulent pas se contenter de surveiller les EFIS-M. Ils veulent les contrôler.

Chaque grand pays possède sa propre sous-liste d'EFIS-M et d'établissements bancaires d'importance systémique (EFIS), qui sont également *too big to fail*. Aux États-Unis, il s'agit notamment des banques JPMorgan, CitiBank et de quelques entités moins connues telles que la Bank of New York, qui est le centre de compensation du marché des bons du Trésor américain.

Je connaissais ce contexte, lorsque je me suis attablé, pour dîner, ce soir-là. On venait d'apprendre que les États visaient désormais au-delà des banques et voulaient inclure les établissements financiers non bancaires.

Certains des établissements ciblés étaient des proies faciles, notamment le géant de l'assurance AIG, qui avait presque anéanti le système financier en 2008, et General Electric (GE), dont les activités de crédit n'avaient pas pu se refinancer sur les marchés, lors de la crise cette année-là. C'est le blocage de General Electric, plus que les faillites bancaires de Wall Street, qui a surtout fait paniquer Ben Bernanke, alors président de la Fed. L'effondrement du crédit de General Electric a contaminé toutes les entreprises américaines, ce qui a directement conduit l'État à garantir tous les dépôts bancaires, les fonds monétaires et les titres de créance émis par des entreprises. L'effondrement

de General Electric a été un moment d'extrême tension que les États ont décidé de ne jamais revivre.

Une fois GE et AIG renfloués, restait à savoir jusqu'où étendre le filet destiné à recouvrir les établissements non bancaires. Ensuite, c'est Prudential Insurance qui s'est fait piéger. Les États avaient non seulement l'intention de contrôler les banques et les grandes entreprises, mais également les plus grands gestionnaires d'actifs dans le monde. MetLife Insurance a été le prochain sur la liste, et BlackRock s'est directement retrouvé dans la ligne de mire.

J'ai demandé à ma compagne de table comment se passait toute cette histoire d'EFIS, et si cela lui donnait beaucoup de travail.

Sa réponse m'a stupéfié. « C'est pire que vous ne le pensez », m'a-t-elle dit.

Je savais que le gouvernement faisait tout pour inclure BlackRock dans la catégorie des EFIS. L'état-major de BlackRock bataillait en coulisse depuis des mois pour éviter cela. Les arguments de BlackRock étaient limpides. La société affirmait qu'elle était gestionnaire d'actifs et pas un établissement bancaire. Les gestionnaires d'actifs ne font pas faillite. Ce sont leurs clients qui font faillite.

BlackRock a soutenu que son envergure en soi ne représentait pas un problème. Les actifs gérés appartenaient à ses clients, pas à BlackRock. Dans les faits, BlackRock argumentait que le fonds était simplement engagé par des clients institutionnels, et n'opérait pas pour compte propre de manière importante.

Fink a affirmé que le risque systémique se situait au sein des banques et non de BlackRock. Les banques empruntent

de l'argent à court terme auprès de leurs déposants et d'autres banques pour, ensuite, prêter à long terme ces capitaux, sous forme de crédits immobiliers ou commerciaux. Cette fonction de transformation des ressources à court terme en « crédits à long terme emploi long » rend les banques vulnérables si les prêteurs à court terme veulent récupérer leur argent lors d'une crise. Les actifs à long terme ne peuvent être liquidés rapidement sans être bradés.

La technologie financière moderne a aggravé le problème car les dérivés ont augmenté l'effet de levier des écarts de maturité et se sont propagés auprès d'un plus grand nombre de contreparties, et ce d'une façon difficile à identifier. Lorsque la crise s'est abattue, même les banques centrales qui devaient prêter en dernier ressort n'ont pu démêler à temps l'écheveau des transactions afin d'éviter qu'une banque après l'autre ne s'effondre sous un effet de domino. Tout cela a été démontré en long et en large lors de la crise de 2008, et même avant, lors de l'effondrement de Long Term Capital Management, en 1998.

BlackRock n'a pas du tout ces problèmes. C'est un gestionnaire d'actifs, pur et dur. Ses clients lui confient leurs actifs pour que la société les investisse. Il n'y a aucun passif dans la deuxième colonne du bilan. BlackRock n'a pas besoin de déposants ou de fonds monétaires afin de financer ses activités. BlackRock n'agit pas en chef de file dans un contexte de dérivés hors-bilan « exotiques », en vue d'exploiter les actifs de ses clients.

Un client engage BlackRock, lui confie des actifs conformément à un contrat de prestation de conseil, et règle des honoraires en contrepartie de ce conseil. Théoriquement, pour BlackRock, la pire situation est de perdre ses clients ou de percevoir moins d'honoraires. Le cours de son titre peut chuter. Mais BlackRock ne peut subir une panique bancaire classique,

car il ne s'appuie pas sur des financements à court terme pour mener ses activités. Par ailleurs, il n'est pas fortement endetté. La situation de BlackRock est différente de celle d'une banque, et la société se trouvait davantage à l'abri.

« Eh bien, je sais ce que fait le gouvernement », ai-je déclaré. « Il a compris que vous n'êtes pas une banque et que vous ne présentez pas un risque de liquidité. Il veut simplement des informations. Il veut vous intégrer dans la liste de EFIS pour pouvoir venir et regarder un peu partout, examiner vos investissements et informer le Trésor lors d'une crise. Ils combineront ces informations à celles provenant d'autres sources. Ainsi, ils auront une vision plus large s'il est nécessaire d'éteindre un incendie. C'est pénible, cela coûte cher, mais vous pouvez le faire. C'est un coût de conformité supplémentaire ».

Mon amie s'est penchée et a déclaré en baissant la voix : « Non, ce n'est pas ça. Si c'était ça, nous pourrions l'accepter. Ils veulent être en mesure de nous dire de ne pas vendre. »

« Pardon ? » Ai-je répondu. J'avais très bien entendu mais la signification de ce qu'elle venait de dire me stupéfiait.

« Lors d'une crise, ils veulent pouvoir appeler et nous ordonner de ne vendre aucun titre. Ils veulent pouvoir geler nos activités. Je suis allée à Washington, la semaine dernière, à ce propos, et j'y retourne la semaine prochaine pour assister à d'autres réunions. Vous savez, il ne s'agit pas vraiment de nous, mais de nos clients. »

J'étais sidéré. Je n'aurais pas dû. BlackRock représentait un goulet d'étranglement évident dans le jeu des mouvements de fonds internationaux. Le fait que les régulateurs ordonnent aux banques d'agir d'une certaine façon n'était pas surprenant. Les régulateurs peuvent fermer les banques à volonté. Les dirigeants

de banques savent que face aux régulateurs, les banques perdent toujours, alors ils se plient aux ordres du gouvernement. Mais le gouvernement n'avait aucun pouvoir législatif manifeste sur les gestionnaires d'actifs tels que BlackRock.

Pourtant, les mouvements de fonds transitant quotidiennement chez BlackRock étaient énormes. BlackRock était un goulet d'étranglement stratégique, comme le détroit d'Ormuz. Si vous stoppez les flux de pétrole passant par le détroit d'Ormuz, l'économie mondiale s'arrête net. De la même façon, si vous stoppez les transactions chez BlackRock, les marchés mondiaux s'arrêtent net.

Lors d'une crise financière, tout le monde veut récupérer son argent. Les investisseurs pensent que les actions, obligations et fonds monétaires peuvent être transformés en argent en quelques clics sur le site d'un courtier en ligne. Au cours d'une crise, ce n'est pas forcément vrai. Au mieux, les valeurs s'effondrent et « l'argent » disparaît sous vos yeux. Au pire, les fonds suspendent les remboursements et les courtiers coupent leurs systèmes.

En gros, les responsables politiques peuvent réagir de deux façons lorsque tout le monde veut récupérer son argent. La première consiste à faire en sorte que l'argent soit facilement disponible, en actionnant autant la planche à billets que nécessaire pour satisfaire la demande. C'est le rôle classique d'une banque centrale, celui de prêteur en dernier ressort ou, plus exactement, d'imprimeur en dernier ressort

La seconde approche consiste à déclarer que l'on ferme ou gèle le système. Une fermeture totale consiste à fermer les banques, les places boursières, et à ordonner aux gestionnaires d'actifs de ne pas vendre. Lors de la crise de 2008, les États ont

privilegié la première solution. Ils ont émis de l'argent et l'ont diffusé afin de remettre des liquidités sur les marchés et de soutenir le cours des actifs.

À présent, il semblerait que les États anticipent la prochaine crise en mettant au point la seconde approche. Au cours de la prochaine crise, l'État déclarera : « Non, vous ne pouvez pas récupérer votre argent. Le système est coupé. Nous allons tout étudier et nous reviendrons vers vous. »

L'argent bloqué chez BlackRock n'est pas celui de la société mais de ses clients. BlackRock gère les fonds des plus grandes institutions dans le monde, tels que le Fonds souverain chinois CIC, et CALPERS, le fonds de pension des fonctionnaires de l'État de Californie. Si l'on gèle BlackRock, cela signifie que l'on gèle les ventes ordonnées par la Chine, la Californie, ainsi que d'autres juridictions dans le monde. Le gouvernement américain n'a pas autorité sur la Chine pour lui dire de ne pas vendre ses titres. Mais comme la Chine confie ses actifs à BlackRock, l'État pourrait user de son pouvoir sur BlackRock afin de geler les actifs chinois. Les Chinois seraient les derniers à le savoir.

En contrôlant un goulet d'étranglement, BlackRock, le gouvernement américain contrôle les actifs d'investisseurs majeurs échappant normalement à sa juridiction. Le gel de BlackRock représentait un plan audacieux, dont le gouvernement ne pouvait discuter ouvertement. Grâce à mes compagnes de table, ce plan est devenu clair comme de l'eau de roche.

Glace-Neuf⁶

Dans son roman de style humour noir, publié en 1963 et intitulé *Le Berceau du Chat*, Kurt Vonnegut imagine une substance qu'il appelle « glace-neuf », découverte par le Dr Felix Hoenikker, physicien. La glace-neuf est un polymorphe d'hydrogène et d'oxygène, H₂O : de l'eau.

La glace-neuf possède deux propriétés qui la distinguent de l'eau normale. La première, c'est un point de fusion à 45,5°C, ce qui signifie que la glace-neuf gèle à température ambiante. La seconde, c'est que lorsqu'une molécule de glace-neuf entre en contact avec une molécule d'eau, l'eau se transforme immédiatement en glace-neuf.

Hoenikker a placé quelques molécules de glace-neuf dans des fioles scellées et les a données à ses enfants avant de mourir. L'intrigue du roman se déroule autour du fait que si la glace-neuf était libérée des fioles et entrerait en contact avec un grand volume d'eau, l'intégralité des réserves d'eau de la terre – les rivières, les lacs et les océans – gèlerait, et toute forme de vie disparaîtrait de la surface de la terre.

C'est un scénario apocalyptique qui correspond bien à l'époque à laquelle Vonnegut l'a écrit. *Le Berceau du Chat* a été publié juste après la crise des missiles cubains, alors que le monde s'approchait dangereusement d'un anéantissement nucléaire, ou de ce que les scientifiques qualifient d'hiver nucléaire.

La glace-neuf permet d'illustrer la façon dont l'élite du pouvoir réagira à la prochaine crise financière. Au lieu de rendre

6 *Ice nine*, en anglais

le monde à nouveau « liquide » (d'injecter des liquidités), elle va le « geler ». Le système sera bloqué. Bien sûr, ce sera annoncé comme une mesure temporaire : c'est ce qu'a fait le président Nixon lorsqu'il a suspendu la convertibilité du dollar en or, en 1971. Cette convertibilité à parité fixe n'a jamais été rétablie. Depuis, l'or de Fort Knox est « gelé ». L'or du gouvernement américain est une sorte de glace-neuf.

La glace-neuf cadre bien avec la notion selon laquelle les marchés financiers sont des systèmes dynamiques complexes. Une molécule de glace-neuf ne gèle pas instantanément l'intégralité d'un océan. Elle gèle uniquement les molécules adjacentes. Ces nouvelles molécules de glace-neuf gèlent les autres, en cercles grandissants. La propagation de la glace-neuf serait géométrique, pas linéaire. Cela fonctionnerait comme une réaction nucléaire en chaîne, qui démarre avec la rupture d'un seul atome et, rapidement, la rupture de tant d'atomes que l'énergie libérée est énorme.

Les crises financières se propagent de la même façon. Selon le modèle-type des années 1930, cela commence par une frénésie de retraits dans la banque d'une petite ville. La crise s'étend jusqu'à ce qu'elle frappe Wall Street et amorce un krach boursier. Selon la version du ^{xxi}^e siècle, la crise démarre dans un algorithme informatique qui déclenche des ordres de vente préprogrammés, lesquels partent en cascade dans d'autres ordinateurs jusqu'à ce que le système s'emballé totalement. Des ventes se sont produites en cascade le 19 octobre 1987, lorsque l'indice Dow Jones Industrial Average a chuté de 22% en un jour, soit l'équivalent d'une chute de 4 000 points sur l'indice actuel.

Les gestionnaires de risque et les régulateurs emploient le terme de « contagion » afin de décrire les dynamiques d'une

crise financière. La contagion est plus qu'une métaphore. Les maladies contagieuses telles qu'Ebola se propagent de façon exponentielle, tout comme la glace-neuf, les réactions en chaîne et les crises financières. Une victime d'Ebola infecte deux personnes en bonne santé, qui en infectent deux autres chacune, et ainsi de suite. Au bout du compte, une pandémie éclate et une quarantaine stricte doit être instaurée le temps de trouver un vaccin. Dans le *Berceau du Chat*, il n'existe pas de « vaccin » : les molécules de glace-neuf sont placées en quarantaine dans des flacons.

Lors d'une crise financière, l'émission d'argent frais sert de vaccin. Si le vaccin se révèle inefficace, la seule solution est alors la quarantaine. Cela signifie que l'on ferme les banques, les places boursières et les fonds monétaires, que l'on verrouille les distributeurs de billets et que l'on ordonne aux gestionnaires d'actifs de ne vendre aucun titre. Les élites se préparent à une glace-neuf financière sans disposer d'un vaccin. Elles vont placer votre argent en quarantaine en le verrouillant à l'intérieur du système financier jusqu'à ce que la contagion cesse.

La glace-neuf se dissimule au nez et à la barbe de tout le monde. Ceux qui n'y font pas attention ne peuvent la voir. Une fois que vous savez que la glace-neuf est là, vous la voyez partout. C'est ce qu'il s'est produit après ma conversation avec cette amie, à propos du gel des actifs de BlackRock.

Le plan glace-neuf de l'élite est bien plus ambitieux que le soi-disant Plan de sauvetage et de résolution des défaillances prévu par la loi Dodd-Frank de 2010. La glace-neuf a débordé du champ des banques pour englober les compagnies d'assurances, les sociétés industrielles et les gestionnaires d'actifs. Elle a débordé de la liquidation ordonnée pour englober un gel des

transactions. La glace-neuf serait alors mondiale, au lieu d'être ciblée.

La crise bancaire de Chypre, en 2012, et la crise de la dette souveraine grecque, en 2015 sont les exemples les plus récents et les plus connus de ce gel des fonds appartenant à une clientèle privée. Ces crises ont eu des antécédents à plus long terme, mais c'est à l'occasion des crises chypriote et grecque que les choses ont atteint leur paroxysme, les banques empêchant les déposants de retirer leur propre argent.

On savait que Chypre servait d'intermédiaire dans le cadre de la fuite des capitaux russes, dont certains avaient été acquis illégalement par des oligarques. Au cours de la crise chypriote, les deux principaux établissements, la banque Laiki et la Bank of Cyprus, sont devenus insolubles. Une frénésie de retraits s'est alors propagée à tout le système bancaire. Chypre était membre de la zone euro, et l'euro était donc sa monnaie. C'est ce qui a donné à la crise son caractère systémique, bien que la dimension de l'économie chypriote soit réduite. La Troïka, composée de la Banque centrale européenne (BCE), de l'Union européenne (UE) et du FMI, s'est battu bec et ongles afin de préserver l'euro lors des crises de la dette souveraine de 2011 et ne voulait pas que tout ce travail soit gâché à Chypre.

Chypre ne faisait pas le poids pour négocier âprement. Le pays a dû accepter toute l'aide qu'il pouvait obtenir, quelles qu'en soient les conditions. De son côté, la Troïka a décidé que l'époque des banques *too big to fail* était révolue. Chypre a fourni l'occasion de fixer une limite. Les banques ont été fermées temporairement. Les distributeurs de billets ont été débranchés. Une folle ruée sur les espèces a suivi. Tous ceux qui ont pu fuir vers l'Europe sont partis avec des liasses d'euros dans leurs bagages.

La banque Laiki a été définitivement fermée et la Bank of Cyprus a été restructurée par l'État. Les dépôts de la banque Laiki supérieurs au plafond de 100 000 € ont été « refileés » à une structure de défaillance (*bad bank*) laissant peu d'espoir de récupérer quelque chose. Les dépôts inférieurs au plafond ont été transférés à la Banque de Chypre. À la Banque de Chypre, 47,5% des dépôts non garantis supérieurs à 100 000 €, ont été convertis en actions de la nouvelle banque recapitalisée. Ceux qui détenaient des actions et obligations avant la crise ont subi une décote et reçu des actions de la banque en contrepartie de leurs pertes.

Le modèle chypriote a été baptisé *bail-in*. Au lieu de renflouer les déposants, la Troïka a utilisé leur argent afin de recapitaliser les banques défailtantes. Pour la Troïka, le *bail-in* a réduit les coûts de sauvetage, notamment pour l'Allemagne.

Partout dans le monde, les investisseurs ont haussé les épaules et considéré que le cas de Chypre était exceptionnel. Chypre est un pays pauvre. Les déposants de pays plus avancés ont oublié cet incident et adopté une attitude de type « cela ne pourrait pas se produire chez nous ». Mais ils ont bien tort. Ce *bail-in* de 2012, à Chypre, représente le nouveau modèle relatif aux crises bancaires.

Le sommet du G20 de Brisbane (Australie) s'est déroulé le 15 novembre 2014, peu après la crise de Chypre, en présence du président Barack Obama et de la chancelière allemande Angela Merkel. Le communiqué publié à la fin du sommet fait référence, notamment, à une nouvelle institution internationale appelée Conseil de Stabilité Financière⁷. Il s'agit d'un régulateur financier international instauré par le G20 et qui ne rend

7 Financial Stability Board, FSB

compte à aucun citoyen des pays membres de ce dernier. Voici ce qu'indique le communiqué : « Nous accueillons favorablement la proposition du Conseil de Stabilité Financière... exigeant que les établissements d'importance systémique aient une plus grande capacité d'absorption des pertes... »

Annexé à ce texte insipide, se trouve un rapport technique de 23 pages, rédigé par le FSB qui fournit le mode opératoire pour gérer les futures crises bancaires. Ce rapport indique que les pertes bancaires « devraient être absorbées... par les créanciers n'ayant ni garanties ni assurances ». Dans ce contexte, « créancier » signifie le déposant. Ensuite, le rapport décrit « le pouvoir et les outils dont les autorités doivent disposer afin d'atteindre cet objectif. Cela comprend le pouvoir de procéder à un *bail-in*... [et] de passer en pertes et profits et de convertir en actions tout ou partie des passifs de l'établissement qui ne sont ni garantis ni assurés... dans la mesure nécessaire à l'absorption des pertes. »

Ce que le sommet du G20 de Brisbane a démontré, c'est que la politique de la glace-neuf, telle qu'elle s'applique aux déposants, ne se limitait pas à des endroits reculés tels que Chypre. La glace-neuf est la politique en vigueur dans les pays les plus avancés au monde, y compris aux États-Unis.

Les déposants ont reçu une nouvelle leçon cuisante lors de la crise de la dette grecque concernant la capacité des États à verrouiller les banques. La crise de la dette souveraine grecque était un problème persistant, qui avait débuté en 2009 ; cette crise avait, entre-temps, connu des hauts et des bas au fil des ans. La crise a atteint son paroxysme le 12 juillet 2015 lorsque l'Allemagne, à bout de patience avec les Grecs, a lancé un ultimatum financier lors d'un sommet se déroulant à Bruxelles, que la Grèce a fini par accepter.

Que le citoyen grec lambda ait ou non suivi le drame aux enjeux élevés se déroulant à Bruxelles, les retombées ont été inévitables. On ne savait pas trop si les banques grecques allaient survivre ou si les déposants allaient faire l'objet d'un *bail-in* conformément aux règles fixées à Brisbane. Les banques n'ont eu d'autre choix que d'interdire l'accès aux espèces et au crédit jusqu'à ce que leur statut soit élucidé.

Les distributeurs ont cessé de fournir des espèces (les touristes détenteurs de cartes non grecques pouvaient obtenir quelques billets à l'aéroport international d'Athènes). Les cartes bancaires grecques étaient refusées par les commerçants. Les Grecs sont partis en voiture dans les pays voisins et sont rentrés avec des sacs remplis d'euros en grosses coupures. Du jour au lendemain, l'économie grecque est quasiment revenue au système du paiement *cash* et du troc.

Si proche de la débâcle chypriote, la version grecque de la glace-neuf a servi de mise en garde. Les déposants se sont enfin rendu compte que l'argent qu'ils avaient en banque n'était pas de l'argent, et qu'il ne leur appartenait pas. Leur soi-disant argent était en fait le passif d'une banque et pouvait être gelé à tout moment.

Le plan glace-neuf du sommet du G20 de Brisbane ne se limitait pas aux dépôts bancaires.

Ce n'était que le début.

Le mercredi 23 juillet 2014, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) a approuvé un nouveau règlement à trois voix contre deux, qui autorise les fonds monétaires à suspendre les remboursements destinés aux investisseurs. Ce règlement de la SEC propulse la glace-neuf au-delà des banques et jusque dans l'univers de l'investissement. Désormais, les fonds monétaires

peuvent agir comme des *hedge funds* et refuser de rembourser leur argent aux investisseurs. Les managers de fonds ont dûment informé les investisseurs de ce changement, en leur envoyant de luxueuses brochures par courrier et en publiant des notes d'information sur Internet. Il ne fait aucun doute que les investisseurs ont jeté la brochure à la poubelle à réception et qu'ils sont passés à côté de cette nouvelle. Mais ce règlement fait loi et l'information a été communiquée. Lors de la prochaine crise financière, non seulement votre compte en banque subira un *bail-in* mais vos comptes-titres seront gelés.

La glace-neuf s'aggrave.

L'une des solutions, face à ces gels de type glace-neuf, consiste à détenir du *cash* et des pièces. C'était quelque chose de très répandu, avant 1914, et à nouveau au plus profond de la Grande Dépression, de 1929 à 1933. La version moderne des espèces est constituée de billets de 100 \$, de 500 €, ou de 1 000 francs suisses.

Ce sont les plus grosses coupures disponibles, en ce qui concerne les devises fortes.

Les pièces peuvent être des pièces d'or d'une once, telles que les American Gold Eagle, les Canadian Maple Leafs, ou toutes autres pièces de monnaie disponibles. Il peut également s'agir de pièces d'argent, telle que l'American Silver Eagles. En se procurant ainsi des espèces et des pièces, les citoyens pourront survivre aux gels de type glace-neuf. Les élites internationales le savent, voilà pourquoi elles ont déclaré la guerre aux espèces.

Historiquement, la fermeture des marchés était contournée par l'apparition de places de marché « informelles » (*curb exchange*) où acheteurs et vendeurs se rencontraient dans la rue afin d'échanger des actions-papiers contre des

espèces. Les régulateurs vont vouloir réprimer les places de marchés numériques sauvages XXI^e siècle afin d'empêcher la « découverte » des cours et maintenir le mythe des cours d'avant-crise. Les places de marché sauvages pourraient opérer en ligne, sur un format de type eBay, et les règlements s'effectueraient en bitcoins, ou en espèces de la main à la main. Les titres de propriété relatifs aux actions pourraient être enregistrés dans un registre de transactions de type *blockchain*. En éliminant les espèces, on favorise la répression d'autres types de marchés, bien que le bitcoin représente une nouvelle difficulté pour l'élite du pouvoir.

La deuxième raison de vouloir supprimer les espèces, c'est l'instauration de taux négatifs. Les banques centrales perdent leur bataille contre les tendances déflationnistes. L'un des moyens permettant de vaincre la déflation consiste à encourager l'inflation par l'application de taux d'intérêt négatifs.

On met en place des taux d'intérêt négatifs lorsque le taux d'inflation est plus élevé que le taux d'intérêt nominal appliqué aux emprunts. Si l'inflation est de 4% et que le coût de l'argent est de 3%, le taux d'intérêt réel est de -1% ($3 - 4 = -1$). L'inflation grignote la valeur du dollar bien plus vite que les intérêts ne s'accumulent sur un prêt. L'emprunteur finit par rembourser la banque avec des dollars qui valent moins cher. Les taux d'intérêt réels négatifs valent mieux que l'argent gratuit car la banque paye l'emprunteur pour qu'il emprunte. Les taux d'intérêt réels négatifs incitent fortement à emprunter, investir et dépenser, ce qui alimente les tendances inflationnistes et compense la déflation.

Comment créer des taux d'intérêts réels négatifs lorsque l'inflation est proche de zéro ? Même un taux d'intérêt nominal

bas, à 2%, produit un taux d'intérêt réel positif de 1% lorsque l'inflation est de seulement 1% ($2 - 1 = 1$).

La solution consiste à instituer des taux d'intérêt négatifs. Avec des taux nominaux négatifs, un taux réel négatif reste possible, même si l'inflation est faible voire négative. Par exemple, si l'inflation est à zéro et que les taux d'intérêt nominaux sont de -1%, alors le taux d'intérêt réel est également de -1% ($-1 - 0 = -1$).

Les taux d'intérêt négatifs sont faciles à mettre en œuvre au sein d'un système bancaire numérique. Les banques programment leurs ordinateurs afin de percevoir de l'argent sur vos soldes bancaires au lieu de vous en verser. Si vous déposez 100 000 \$ à la banque et que le taux d'intérêt est de -1%, alors un an plus tard, il vous reste 99 000 \$ sur votre compte. Une partie de votre argent disparaît.

Les épargnants peuvent combattre les taux réels négatifs en passant aux espèces. Imaginons qu'un épargnant retire 100 000 \$ de la banque et le stocke dans un coffre-fort situé en dehors des banques. Un autre épargnant laisse son argent à la banque et « perçoit » un intérêt négatif de 1%. À la fin de l'année, le premier épargnant possède toujours 100 000 \$ alors que le second possède 99 000 \$. Cet exemple illustre pourquoi les taux d'intérêt négatifs fonctionnent uniquement dans un monde sans espèces. On doit parquer les épargnants dans un système entièrement numérique avant de pouvoir imposer des taux d'intérêt négatifs.

Pour les institutions et les entreprises, la bataille est déjà perdue. Pour un particulier, il est déjà compliqué d'obtenir 100 000 \$ en espèces. Il est quasiment impossible pour une entreprise d'obtenir 1 milliard de dollars en espèces. Ceux qui

ont des dépôts importants n'ont aucun recours contre les taux d'intérêt négatifs, à moins d'investir leurs liquidités en actions et obligations. Or, c'est précisément ce que les élites veulent qu'ils fassent.

Les élites communiquent à corps et à cris sur les méfaits des espèces et les bienfaits des taux d'intérêt négatifs.

Le 5 juin 2014, Mario Draghi, le responsable de la Banque centrale européenne (BCE), a imposé des taux d'intérêt négatifs sur les positions libellées en euro déposées auprès de la BCE par les autres banques centrales européennes et les principales banques commerciales. Ces banques ont rapidement imposé des taux d'intérêt négatifs à leurs propres clients. Goldman Sachs, JPMorgan, Bank of New York Mellon, de même que d'autres banques ont ponctionné de l'argent sur les comptes de leurs clients en s'abritant sous le parapluie des taux d'intérêt négatifs.

Le 8 décembre 2014, le *Wall Street Journal* a publié un article sous le gros-titre « Les banques incitent leurs clients à déposer leur argent ailleurs ». L'article indiquait que les grandes banques américaines avaient informé leurs clients « qu'elles allaient facturer des frais sur des comptes jusque-là gratuits pour les clients importants ». Certes, les frais sont l'équivalent d'un taux d'intérêt négatif : il vous reste moins d'argent sur le compte, avec le temps. *Ce que nous appelons une rose embaumerait autant sous un autre nom*⁸.

Le 22 janvier 2015, la Banque nationale suisse a imposé à son système bancaire des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts à vue dépassant 10 millions de francs suisses.

8 *Roméo et Juliette*, Acte II, Scène 2, W. Shakespeare

Le 29 janvier 2016, la Banque du Japon a voté l'instauration de taux d'intérêts négatifs sur les dépôts effectués par les banques commerciales auprès de la banque centrale, et dépassant les exigences de réserves.

Le 11 février 2016, la présidente de la Réserve fédérale américaine, Janet Yellen, a déclaré lors d'une audition au Congrès que la Banque centrale américaine « étudiait » les taux d'intérêt négatifs. Au moment où je rédige ces lignes, aucune politique des taux négatifs n'a formellement été mise en œuvre aux États-Unis.

Le 16 février 2016, l'ex-secrétaire au Trésor, Larry Summers, a publié un article dans le *Washington Post*, dans lequel il demandait la suppression des billets de 100 \$.

Le 4 mai 2016, la Banque centrale européenne a annoncé qu'elle stopperait la production des billets de 500 € d'ici fin 2018. Les billets de 500 € existants auront toujours cours légal mais devraient rapidement s'épuiser. Cette prohibition augmente la probabilité que l'acheteur paye numériquement un surcoût, soit 502 €, disons, pour les billets de 500 € en circulation. Un surcoût à l'achat représente un taux d'intérêt négatif appliqué aux espèces, chose jamais vue jusque-là.

Le 30 août 2016, Kenneth Rogoff, professeur à Harvard et ex-économiste en chef au FMI, a publié un manifeste intitulé *The Curse of Cash* [NDR : *La Malédiction des Espèces*] : c'est la feuille de route de l'élite en vue d'éliminer totalement le *cash*.

La guerre contre les espèces et la ruée sur les taux d'intérêt négatifs marchent main dans la main. Ce sont les deux facettes d'un même problème.

Avant de mener le bétail à l'abattoir, on le parque dans des enclos afin de pouvoir le contrôler facilement. C'est ce qu'il se passe avec les épargnants. Afin de geler les espèces et d'imposer des taux d'intérêt négatifs, on parque les épargnants dans des comptes informatisés, au sein d'un petit nombre de banques gigantesques. Actuellement, les quatre principales banques américaines (Citi, JPMorgan, Bank of America et Wells Fargo) ont plus d'envergure qu'en 2008, et contrôlent la majorité des actifs présents dans le système bancaire américain. Au départ, ces quatre banques représentaient 37 établissements distincts dans les années 1990, puis 19 dans les années 2000. JPMorgan constitue un exemple parfait, dans la mesure où cette banque a absorbé les actifs de Chase Manhattan, Bear Stearns, Chemical Bank, First Chicago, Bank One et Washington Mutual, entre autres prédécesseurs. Les banques *too big to fail* en 2008 sont encore plus grosses aujourd'hui. Les économies des déposants sont désormais concentrées là où les régulateurs peuvent appliquer des solutions de type glace-neuf en quelques coups de téléphone. On fait en sorte que les épargnants soient prêts pour l'abattoir.

Le plan glace-neuf ne s'arrête pas aux épargnants. Ils s'applique également aux banques elles-mêmes. Le 10 novembre 2014, le Conseil de Stabilité Financière, sous l'égide du G20, a émis des propositions en vue d'exiger que les vingt établissements d'importance systémique émettent des obligations susceptibles d'être converties en actions en cas de difficulté financière. Pour leurs détenteurs, ces obligations représentent une glace-neuf automatique, n'exigeant aucune mesure supplémentaire de la part des régulateurs.

Le 9 décembre 2014, les autorités de régulation bancaire américaines ont utilisé les dispositions de la loi Dodd-Frank afin

d'imposer des exigences de fonds propres plus sévères, nommées « exigences supplémentaires de fonds propres » aux huit plus grandes banques américaines. Tant que les grandes banques ne remplissent pas ce critère d'exigence de fonds propres supplémentaires, il leur est interdit d'effectuer des versements au comptant aux actionnaires, sous forme de dividendes ou de rachats d'actions. Cette interdiction représente la glace-neuf appliquée aux actionnaires des banques.

Dans *Le Berceau du Chat*, la glace-neuf menaçait chaque molécule d'eau sur terre. C'est pareil pour la glace-neuf financière. Si les régulateurs appliquent la glace-neuf aux dépôts bancaires, il y aura une ruée sur les fonds monétaires. Si la glace-neuf est également appliquée aux fonds monétaires, la ruée se déplacera sur les marchés obligataires. Tout marché échappant à la glace-neuf fera immédiatement l'objet de ventes en catastrophe alors que les autres seront gelés. Pour que le plan glace-neuf de l'élite fonctionne, il doit s'appliquer à *tout*.

Même les contrats relatifs aux transactions n'échapperont pas à la glace-neuf. Les parties à une transaction conclue avec une entreprise défaillante sont normalement « paralysées » si cette entreprise est déclarée en faillite. Cette clause de *Standstill*⁹ est conçue pour éviter ces foires d'empoigne autour des liquidités et des titres, qui enrichissent certains et désavantagent les autres. Cette clause, dans un contexte de faillite, donne aux tribunaux le temps d'organiser la répartition équitable des actifs.

Dans les années 1980 et 1990, les grandes banques ont livré sans relâche des campagnes de lobbying afin de modifier la loi pour que les dispositions de la clause de *Standstill* ne s'appliquent

9 La règle du *Standstill* ou *Automatic Stay* paralyse toute démarche de la part des créanciers, aux États-Unis

pas aux « repos »¹⁰ et aux dérivés. Lorsque des établissements tels que Lehman Brothers ont fait faillite en 2008, les grandes banques intervenant en tant que contreparties ont usé de leurs droits de résiliation anticipée afin de puiser dans tous les collatéraux qui leur tombaient sous la main, faisant ainsi supporter les pertes à des investisseurs moins sophistiqués, telles que les municipalités.

Le 3 mai 2016, la Réserve fédérale a annoncé une révision en bonne et due forme de ce processus, en vue d'appliquer aux contrats de dérivés des banques américaines et de leurs contreparties, un type de clause de *Standstill* sur une durée de quarante-huit heures. Cette nouvelle règle ratifie un accord de 2014 conclu entre les 18 principales banques internationales, sous la houlette de l'International Swaps and Derivatives Association, en vue de renoncer à leurs droits de résiliation anticipée. Cet accord de 2014 a été la conséquence directe de la pression exercée par le Conseil de Stabilité Financière du G20, en 2011. Plus important encore : l'abandon des droits de résiliation anticipée s'étend aux contreparties des banques, telles que le géant PIMCO, et aux gestionnaires d'actifs tels que BlackRock. Les grandes banques et les investisseurs institutionnels seront désormais traités comme les petits épargnants, en cas d'application de la glace-neuf. Ils seront gelés sur place, paralysés.

La solution de la glace-neuf ne se limite pas aux particuliers et aux institutions. Elle s'applique même aux nations. Celles-ci peuvent geler les fonds d'un investisseur en instaurant le contrôle des capitaux. Une personne qui investit en dollar dans une économie employant une autre monnaie, compte sur

10 *repurchase agreement* : accords de mise en pension

la banque centrale de ce pays pour obtenir des dollars si elle souhaite clore son investissement. Une banque centrale peut imposer le contrôle des capitaux, et refuser à cet investisseur de convertir en dollar son investissement, et de lui régler.

Le contrôle des capitaux était répandu, dans les années 1960, même au sein des économies développées. Plus tard, ces contrôles ont largement disparu des économies développées, pour se limiter essentiellement aux marchés émergents. Ce relâchement est essentiellement dû à l'insistance du FMI et en partie au fait que les taux de change flottants rendent les économies locales moins vulnérables à une panique bancaire.

Pourtant, dans un discours extraordinaire du 24 mai 2016, David Lipton, premier directeur général adjoint du FMI, a posé les fondations d'une solution glace-neuf internationale :

*Le temps est venu de réétudier notre architecture mondiale...
Quels sont les éléments de cette architecture méritant d'être révisés ?*

Nous devrions nous demander si le court terme et la volatilité des flux de capitaux sont problématiques... Ces flux, en raison de leur réversibilité, peuvent représenter une dynamique utile permettant de discipliner les débiteurs, et de créer une incitation de marché favorable à des réformes positives. Mais cette réversibilité a également un coût, lorsque les flux de capitaux s'arrêtent net. Il faudrait revoir si les dispositifs de supervision et les systèmes fiscaux des pays sources n'encouragent pas indûment les flux à court terme, créateurs d'endettement.

Je sais... que c'est une hérésie de le dire, mais nous devrions nous demander si une approche plus coordonnée – par rapport aux volumes de flux de capitaux et aux politiques macro-

prudentielles des pays destinataires de ces capitaux – ne devrait pas être adoptée.

En langage clair, il appelle à une coordination entre les « pays sources » des capitaux (essentiellement les États-Unis) et leurs « pays de destination » (les marchés émergents) afin de modifier les règles bancaires et fiscales, de décourager l'endettement à court terme et de favoriser plutôt les actions et les obligations à long terme. Au cours d'une crise des liquidités, les actions et les obligations à long terme sont faciles à bloquer en fermant les sociétés de courtage et les places boursières. Les dettes résiduelles à court terme peuvent alors être verrouillées via des contrôles de capitaux imposés dans les pays.

À l'autre extrémité du spectre des grandes banques, des investisseurs institutionnels et des pays, se trouvent les modestes distributeurs de billets. On a fait croire aux consommateurs que les espèces s'obtiennent facilement en insérant une carte bancaire dans des distributeurs de billets présents partout. Vraiment ?

Ces distributeurs sont déjà programmés afin de limiter les retraits opérés quotidiennement. Vous pouvez retirer 800 \$, voire 1 000 \$, le même jour. Mais avez-vous essayé de retirer 5 000 \$? C'est impossible. Si la limite quotidienne est fixée à 1 000 \$, les banques peuvent aisément reprogrammer les distributeurs pour la réduire à 300 \$, ce qui suffit pour un plein d'essence et quelques courses. Il est encore plus facile de débrancher les distributeurs, comme cela s'est produit à Chypre en 2012 et en Grèce en 2015.

Obtenir des espèces au guichet d'une banque n'est pas une solution des plus pratiques, si les distributeurs ne fonctionnent pas. Même en voulant retirer une somme modeste, vous serez

signalé par un employé de banque formé à cet effet, qui appellera son superviseur et lui demandera d'approuver votre retrait. Le superviseur recommandera qu'une déclaration « d'activité suspecte » soit enregistrée auprès du Trésor américain. Ces déclarations étaient auparavant destinées à identifier les blanchisseurs d'argent, les trafiquants de drogue et les terroristes. Vous n'êtes rien de tout cela. Mais la déclaration sera tout de même enregistrée. Les banques craignent davantage les régulateurs que d'embarrasser leurs clients. La banque n'a aucun intérêt à vous faciliter les choses. Votre nom finira dans un fichier du Trésor où il voisinera avec les membres de cartels de drogue et d'Al Qaïda.

Et ce retrait d'espèces au guichet a ses limites car les agences disposent de faibles réserves de *cash*. En cas de *bank run*, de frénésie de retraits, les clients seraient éconduits très rapidement. Le billet de 100 \$ lui-même est un actif défectible en raison de l'inflation.

Tout ceci pour vous dire que les places boursières peuvent être fermées, les distributeurs de billets débranchés, les fonds monétaires gelés, des taux d'intérêt négatifs appliqués et les espèces refusées... le tout en quelques minutes. Votre argent pourrait se retrouver dans la situation d'un bijou en vitrine chez Cartier : vous pouvez le voir mais vous ne pouvez pas y toucher. Les épargnants ne se rendent pas compte que la solution de la glace-neuf est déjà en place, prête à être activée par décret présidentiel et en quelques coups de fil.

« Fermé »

En général, en analysant l'hypothèse de la glace-neuf sur les actifs financiers, on pense que tout cela est exagéré. L'histoire

prouve le contraire. La fermeture des marchés et des banques est très américaine. Une étude portant sur les crises financières survenues au cours de ces 100 dernières années, et débutant avec la crise de 1907, montre qu'il n'est pas rare que les fermetures de banques et de places de marché s'accompagnent de pertes subies par les investisseurs.

La crise de 1907 démarra avec le grand séisme et l'incendie qui ont frappé San Francisco le 18 avril 1906. Les compagnies d'assurance de l'Ouest vendirent des actifs pour régler les indemnités. Ces ventes exercèrent une pression sur les centres financiers de la côte Est et réduisirent les liquidités des banques de New York. Au mois d'octobre 1907, l'indice de la Bourse de New York avait chuté de 50% par rapport à ses plus-hauts de 1906.

Le mardi 14 octobre 1907, un *corner* raté sur les actions de United Copper et financé par des prêts bancaires, fut démasqué. Dans un environnement financier tendu, la banque prêteuse devint rapidement insolvable. Ensuite, les soupçons se portèrent sur un établissement plus important, le Knickerbocker Trust, contrôlé par un acolyte des spéculateurs. Une ruée bancaire classique commença. Les déposants, à New York et partout dans le pays, faisaient la queue afin de retirer leur argent et leur or, lequel avait cours légal à cette époque.

Au plus fort de la crise, le dimanche 3 novembre 1907, J. Pierpont Morgan organisa une réunion avec les principaux banquiers, dans sa résidence, à l'angle de la 36^e rue et de Madison Avenue, à Manhattan. C'est bien connu, Morgan ordonna que les portes de la bibliothèque soient verrouillées, avec les banquiers à l'intérieur. Puis Morgan informa les banquiers qu'ils ne pourraient pas partir tant qu'un plan de sauvetage n'aurait pas été mis au point.

Les collaborateurs de Morgan supervisèrent un processus selon lequel les registres des banques étaient rapidement étudiés. Une solution basée sur le tri fut convenue. Les banques qui étaient saines étaient invitées à rejoindre le fonds de sauvetage. Quant aux banques qui étaient insolvable, on les laissa faire faillite. Entre les deux, certaines banques étaient techniquement solvables mais manquaient de liquidités. On les pria de nantir des actifs en contrepartie de liquidités afin d'honorer les retraits des déposants. À aucun moment il ne fut envisagé de procéder au *bail-out* d'une quelconque banque de New York.

On pensait qu'avec le temps, la crise se calmerait, que les dépôts reviendraient, et que les nantissements pourraient être levés et s'accompagner d'un gain pour les sauveteurs. Et c'est exactement ce qu'il s'est produit. Le 4 novembre, la crise était retombée. Il n'en demeure pas moins que de nombreux déposants avaient tout perdu. Mais le plus important, c'est que la crise avait été contenue et ne s'était pas propagée à toutes les banques de la ville. Ce processus est semblable à celui de la mise en quarantaine des victimes d'Ebola, qui permet de stopper la propagation du virus vers le reste de la population.

Ce modèle de sauvetage dont s'est servi Morgan a été abandonné 100 ans plus tard, lors de la crise de 2008. A l'exception de Lehman Brothers, toutes les principales banques ont été sauvées par le Trésor américain et la Réserve fédérale, sans distinction, qu'elles soient solvables ou non.

Le modèle de *bail-in* du sommet du G20, à Brisbane, peut être considéré comme un retour aux principes de J.P. Morgan. Lors de la prochaine crise, le sang coulera. Les établissements insolvable seront définitivement fermés et les pertes plus étendues.

Sept ans après la crise de 1907, la crise de 1914 éclata, à la veille de la Première Guerre mondiale. Cette crise fut déclenchée par l'ultimatum lancé par les Autrichiens à la Serbie, le 23 juillet. Cette nouvelle crise fut plus étendue et dura plus longtemps que celle de 1907.

Les chroniqueurs européens relatent unanimement que, de mémoire, les mois précédant l'ultimatum avaient été une période des plus plaisantes. L'assassinat de l'archiduc François-Ferdinand, héritier de l'empire austro-hongrois, et de sa femme Sophie, à Sarajevo, le 28 juin 1914, fut d'abord considéré comme un symptôme malheureux de l'instabilité qui frappait les Balkans depuis des années, et non comme le *casus belli* qu'il est devenu.

L'état-major austro-hongrois, dirigé par le comte Franz Conrad Von Hötzendorf, cherchait la bagarre avec la Serbie depuis un moment. L'influence modérée de François-Ferdinand sur son oncle, l'empereur François-Joseph, les avaient retenus jusque-là. L'assassinat porta un coup doublement mortel à la paix : il supprima cette influence modérée et fournit à Von Hötzendorf un motif pour écraser les ambitions serbes dans les Balkans. Le vendredi 23 juillet 1914, l'Empire austro-hongrois lança un ultimatum à la Serbie. Cet ultimatum était conçu pour être inacceptable. Pendant que Londres et Paris profitaient du merveilleux soleil estival, les chiens de la guerre se déchaînèrent.

Le 24 juillet, la Russie ordonna la mobilisation partielle de ses forces terrestres et navales afin de soutenir la Serbie. Le 25 juillet, la Serbie accepta certaines conditions – mais pas toutes – de cet ultimatum austro-hongrois et ordonna la mobilisation générale. En réponse, Vienne rompit les relations diplomatiques avec la Serbie et ordonna, elle aussi, une mobilisation partielle.

Une fois que les acteurs du marché eurent compris que la guerre était inévitable, ils agirent de façon aussi mécanique que les généraux, avec leurs plans de mobilisation et leurs calendriers. L'époque de l'étalon-or classique, de 1870 à 1914, doit plutôt être considérée comme une première ère de la mondialisation, un simulacre de deuxième ère de la mondialisation ayant débuté en 1989, avec la chute du Mur de Berlin. Les nouvelles technologies, telles que le téléphone et l'électricité, reliaient les centres financiers évoluant au sein d'une toile très dense, faite de crédit et de risque de contrepartie. En 1914, les marchés financiers mondiaux n'étaient pas moins intensément connectés qu'à l'heure actuelle. Une fois la guerre déclarée, les investisseurs français, italiens et allemands vendirent tous leurs actions à Londres et exigèrent que le produit de ces ventes, en or, leur soit expédié par les moyens les plus rapides. Selon les règles du jeu, l'or était la monnaie ultime et allait être amassé afin de combattre la guerre. Une crise mondiale des liquidités a emboîté le pas à la crise politique.

La City, à Londres, était la capitale financière incontestée, dans le monde. Les ventes provenant du Continent exercèrent une pression sur les banques londoniennes, les poussant à liquider leurs propres actifs pour satisfaire les demandes. Ce qui se passa ensuite ne fut pas une ruée bancaire classique, mais une crise des liquidités plus complexe. Les traites libellées en livre sterling et garanties par les banques londoniennes ne furent pas renouvelées. Il n'y eut pas de nouvelles traites commerciales émises. Les liquidités se tarirent sur le marché monétaire le plus liquide au monde. Cette crise des liquidités fut étrangement similaire à l'effondrement du marché des titres de créances (*commercial papers*) aux États-Unis, en 2008.

La contagion se propagea à New York. De la même manière que les banques françaises avaient vendu leurs actions à Londres pour se procurer de l'or, les investisseurs londoniens vendirent leurs actions à Wall Street. Le monde entier se livra à une foire d'empoigne autour de la monnaie. Les marchés actions et les marchés monétaires furent en difficulté, alors que les investisseurs se débarrassaient de leurs actifs-papiers et exigeaient de l'or.

Le 28 juillet 1914, l'Empire austro-hongrois déclara la guerre à la Serbie. Le 30 juillet, les Bourses d'Amsterdam, Paris, Madrid, Rome, Berlin, Vienne et Moscou avaient déjà fermé leurs portes, et tous les principaux protagonistes, à l'exception du Royaume-Uni, avaient officiellement suspendu la convertibilité de leur monnaie en or. Le vendredi 31 juillet 1914, la City commit l'impensable et ferma la Bourse de Londres. Un petit écriteau fixé sur la porte d'entrée réservée à ses membres indiquait simplement « Fermé ».

La Bourse de Londres ayant fermé, la pression à la vente se tourna intégralement vers New York, dernier endroit d'envergure où les actions pouvaient être vendues et réglées en or. A New York, les ventes étaient déjà intenses au cours des journées précédant la fermeture de la Bourse de Londres. Le 31 juillet 1914, quelques heures à peine après la fermeture de Londres, et quinze minutes après avoir sonné l'ouverture de la séance, la Bourse de New York ferma également ses portes. Cela intervint sur l'insistance, notamment, du secrétaire au Trésor américain, William McAdoo. La Bourse de New York est restée fermée pendant plus de quatre mois, jusqu'au 12 décembre 1914.

Officiellement, les États-Unis étaient un pays neutre, au début de la Première Guerre mondiale, et donc en mesure d'effectuer des transactions avec tous les pays en guerre. Pendant

la fermeture de la Bourse, les banques restèrent ouvertes. Les Européens qui vendaient des actifs de toutes sortes, notamment de l'immobilier ou des fonds privés, pouvaient exiger que le produit de la vente soit converti en or et expédié à Hambourg, Gênes ou Rotterdam.

Les actions s'échangeaient encore via des négociations privées sur un marché informel, le *curb exchange*, qui apparut sur New Street, dans le Lower Manhattan, une ruelle derrière le bâtiment du New York Stock Exchange. Le lundi 3 août 1914, le *New York Times* fit paraître l'annonce suivante : « Nous sommes prêts à acheter et vendre toutes classes d'actifs aux conditions suivantes : Les soumissions doivent être accompagnées d'une caution ; les offres de vente doivent être accompagnées de titres dûment endossés. » L'annonce était signée « New York Curb ».

Certains historiens en ont conclu que le New York Stock Exchange avait fermé parce que son conseil d'administration pensait qu'une frénésie de vente provenant de l'étranger ferait chuter les cours. Les recherches effectuées par William L. Silber, et publiées dans son livre intitulé *When Washington Shut Down Wall Street*¹¹, désormais un classique, révèlent une explication plus intrigante. Silber a montré que les acheteurs américains étaient prêts à sauter sur de bonnes affaires proposées par des vendeurs européens aux abois, et que le cours des actions se serait stabilisé.

Selon Silber, ce n'est pas le cours des actions, mais l'or, la véritable raison pour laquelle la Bourse a été fermée et le Trésor américain concerné. Les vendeurs européens étaient autorisés à convertir le produit de leurs ventes en or, dans l'immeuble d'une sous-direction du département du Trésor (*US subtresury*),

11 Quand Washington fit fermer Wall Street

située à Wall Street, en face de la Bourse. Le Trésor était inquiet à l'idée que les banques manquent d'or rapidement, alors il a fermé la Bourse afin de stocker l'or. Cette fermeture de la Bourse est une application précoce de l'approche glace-neuf.

La Grande Dépression, ainsi que les années précédant la Seconde Guerre mondiale, ont donné lieu aux gels de type glace-neuf les plus draconiens du xx^e siècle. En général, on estime que la dépression américaine a commencé à dater du krach boursier d'octobre 1929. Pourtant, une dépression mondiale avait commencé encore plus tôt, au Royaume-Uni, qui avait subi un contexte de dépression tout au long de la fin des années 1920. L'Allemagne avait subi un ralentissement en 1927. Aux États-Unis, les actions et les chiffres de la production industrielle avaient plongé et le chômage flambé, début 1929. La phase la plus aiguë de la dépression, notamment une crise bancaire mondiale, s'est concentrée sur les années 1931-1933.

La crise bancaire européenne débuta en Autriche, avec la faillite du Creditanstalt, le 11 mai 1931. Cela engendra rapidement des ruées bancaires partout en Europe, et la disparition du crédit commercial à Londres, selon une dynamique semblable à la crise de 1914. Les banquiers de la City informèrent la Banque d'Angleterre et le Trésor britannique qu'ils allaient être insolubles sous quelques jours si un sauvetage n'était pas organisé par le gouvernement.

À la différence de 1914, où la convertibilité en or avait été maintenue nominalement, cette fois-ci, le Trésor britannique rompit avec l'étalon-or et dévalua la livre sterling. Cette dévaluation assouplit les conditions financières au Royaume-Uni et déplaça la pression vers les États-Unis, qui possédèrent alors la devise la plus forte, et se mirent à attirer la déflation mondiale comme un aimant.

En décembre 1930, la Bank of United States (un établissement privé malgré sa dénomination aux consonances officielles), dont la clientèle était composée d'immigrés et de petits épargnants, subit un *bank run* et ferma ses portes. La banque était peut-être solvable. Les préjugés à l'encontre de sa clientèle juive et immigrée contribuèrent au refus de la secourir que lui opposèrent les grandes chambres de compensation new-yorkaises.

Les chambres de compensation pensaient que les dégâts pourraient être limités à la Bank of United States. Ils avaient tort. Les ruées bancaires se répandent comme un feu de prairie déchaîné. Des régions entières des États-Unis manquèrent carrément d'argent. Les communautés avaient recours au troc et utilisaient des « nickels de bois » pour acheter de la nourriture. Plus de 9 000 banques américaines firent faillite pendant la Grande Dépression. De nombreux déposants perdirent leurs économies lorsque les liquidations des banques furent achevées.

Au cours de l'hiver 1932-33, le président Hoover tenta d'obtenir l'accord du président Franklin Delano Roosevelt (FDR), nouvellement élu, afin d'annoncer une sorte de fermeture générale des banques ou d'allègement des dettes. Au lieu d'unir ses forces à celles d'Hoover, FDR préféra attendre d'avoir prêté serment, le 4 mars 1933. La crise atteint des proportions homériques. Les épargnants de tout le pays faisaient la queue devant les banques pour retirer leur argent. Ils stockaient des espèces dans des boîtes à café ou sous les matelas, à la maison.

Roosevelt agit de manière décisive. Moins de trente-six heures après avoir prêté serment, à 13 heures, le lundi 6 mars 1933, Roosevelt promulgua le décret 2039, ordonnant la fermeture de toutes les banques américaines. FDR n'indiqua pas à quelle date elles rouvriraient.

Au cours de la semaine suivante, les régulateurs bancaires s'efforcèrent d'examiner tous les comptes des banques fermées et rouvrirent les banques réputées solvables après examen. Ce processus est similaire à celui des *stress tests* menés par le secrétaire au Trésor, Timothy Geithner, en 2009, en réponse à une nouvelle crise financière.

Ce qui compte le plus, en tel cas, ce n'est pas tant la santé effective des banques, mais la capacité du gouvernement américain à « délivrer son approbation » afin d'atténuer l'inquiétude des épargnants. En fait, les banques rouvrirent le 13 mars 1933, après une semaine de « congés ». La confiance fut rétablie. Les clients firent à nouveau la queue, mais pour déposer de l'argent, cette fois, et non le retirer.

Cette semaine de congés fut suivie, le 5 avril 1933, du célèbre Ordre exécutif 6102 ordonnant, à quelques exceptions près, que tout l'or détenu par les citoyens américains soit remis au Trésor américain sous peine d'emprisonnement. FDR interdit également d'exporter de l'or. Ces restrictions ne furent levées que lorsque le président Ford émit l'Ordre exécutif 11825, le 31 décembre 1974, révoquant tous les ordres exécutifs précédents concernant l'or.

En un rien de temps, le décret 2039 et l'Ordre exécutif 6102 furent employés afin de soumettre la totalité de l'or des États-Unis, ainsi que toutes les espèces, à un confinement de type glace-neuf. De nos jours, le pouvoir exécutif dispose des moyens légaux lui permettant à nouveau de procéder ainsi. Le Congrès ne pourrait pas l'en empêcher.

Le système financier mondial se stabilisa après 1933, puis s'effondra de nouveau en 1939, lorsqu'éclata la Seconde Guerre mondiale. Les nations en guerre, menées par le Royaume-

Uni, suspendirent une fois de plus la convertibilité de leurs monnaies en or, et interdirent l'exportation d'or. Comme l'or était une monnaie, à l'époque, ces interdictions représentèrent un nouveau gel systémique.

Le système financier mondial commença à se détendre sur l'anticipation d'une victoire des alliés. La conférence de Bretton Woods, en juillet 1944, fut un événement fondateur. La conférence elle-même fut le fruit de deux années de luttes intenses, en coulisse, entre les États-Unis et le Royaume-Uni, représentés respectivement par Harry Dexter White et John Maynard Keynes, comme le décrit parfaitement Benn Steil, dans un livre intitulé *The Battle of Bretton Woods*¹².

La solution alternative aux crises périodiques et au confinement est un système cohérent, supervisé et strictement fondé sur la loi. Ce fut le cas avec le système classique de Bretton Woods, de 1944 à 1971. Durant les vingt-sept années de cet âge d'or, les signataires de l'accord de Bretton Woods arrimèrent leurs monnaies au dollar américain selon un taux de change fixe. Le dollar était indexé sur l'or, à un cours de 35 \$ l'once. Ce *peg* entre le dollar et l'or signifiait que les autres monnaies, notamment la livre sterling, le franc français, le mark allemand et le yen japonais, étaient indirectement arrimés à l'or, et les uns aux autres, via le dollar. Le dollar américain fut le dénominateur commun de la finance mondiale, exactement comme l'avaient voulu White et son patron, le secrétaire au Trésor Henry Morgenthau.

Plus important encore, le système de Bretton Woods ne s'arrêta pas aux taux de change. Il allait être géré par le Fonds monétaire international (FMI), une banque centrale *de facto*.

12 La bataille de Bretton Woods

La gouvernance du FMI fut structurée de telle sorte que les États-Unis conservaient un droit de veto sur toutes les décisions importantes. Les pays participant à l'accord de Bretton Woods avaient le droit de recourir au contrôle des capitaux pour préserver leurs réserves d'or et limiter les mouvements de capitaux afin de pouvoir tenir leurs engagements selon le système de la parité fixe. Au sein des principales économies occidentales, le contrôle des capitaux fut progressivement levé à partir de 1958. La convertibilité totale de toutes les principales monnaies ne fut pas possible avant 1964.

Ce *peg* entre les devises et le dollar n'était pas immuable. Les membres pouvaient demander des ajustements de taux de change sous la supervision du FMI. En premier lieu, le FMI proposait un financement temporaire au pays dont la monnaie était sous tension. L'objectif était d'accorder au pays en question le temps de réaliser des réformes structurelles afin d'améliorer sa balance commerciale et de renforcer ses réserves de change afin que le *peg* puisse être maintenu. Une fois ces ajustements réalisés et les réserves renforcées, l'emprunteur pouvait rembourser le FMI. Le système reprenait alors comme avant.

Dans les cas plus extrêmes, lorsque les mesures temporaires ne se révélaient pas efficaces, la dévaluation était approuvée. La dévaluation la plus remarquable, sous le système de Bretton Woods, fut celle de la livre sterling, en 1967. Dans ce cas, le *peg* de la livre sterling fut ajusté de 2,80 \$ à 2,40 \$, soit une baisse de 14%. Par contre, le ratio dollar/or était un *peg* qui ne pouvait être ajusté. L'or était le point d'ancrage de tout le système.

Ce système international du contrôle des capitaux et des taux de change fixes, supervisé par le FMI et les Nations unies, fut complété par un régime de répression financière. À la fin de la Seconde Guerre mondiale, le ratio dette/PIB des États-Unis était

de 120%. Au cours des vingt années suivantes, la Réserve fédérale et le Trésor américain mirent au point un régime monétaire selon lequel des taux artificiellement bas furent maintenus, et on laissa perdurer une inflation modérée. Ni les taux ni l'inflation ne s'emballèrent. Le public remarqua à peine le léger excès d'inflation par rapport aux taux, dû à la répression financière. Les Américains profitèrent de la prospérité d'après-guerre, d'actions qui progressaient, de nouveaux biens d'équipement, et d'un contexte agréable.

La répression financière, c'est l'art de maintenir une inflation légèrement plus élevée que les taux d'intérêt sur une période prolongée. L'ancien poids de la dette fond sous l'inflation, alors que la création de nouvelles dettes est limitée par les taux bas. Rien qu'avec une différence de 1 point entre le taux d'inflation et les taux d'intérêt, on réduit la valeur réelle de la dette de 30% sur vingt ans. En 1965, le ratio dette/PIB américain avait chuté à 40%, soit une amélioration remarquable par rapport à 1945.

La baisse de la valeur du dollar a été si lente qu'il ne semblait pas nécessaire de s'alarmer. C'était comme regarder un glaçon fondre au soleil. Il disparaît, mais lentement.

Peu de crises financières ont ébranlé cette période paisible, de 1945 à 1965. La Russie et la Chine n'étaient pas intégrées au système financier mondial. L'Afrique n'était qu'un petit point, à l'échelle mondiale. L'Asie émergente n'avait pas encore émergé, et l'Inde stagnait. L'Amérique latine était soumise à l'hégémonie américaine.

Tant que le pétrole coulait à flots, seuls comptaient l'Europe, le Japon et le Canada, selon les intérêts économiques américains, et ils étaient prisonniers du système de Bretton Woods. Aucune solution de type glace-neuf ne fut imposée car elle existait déjà.

Le système de Bretton Woods constituait en soi une glace-neuf mondiale. Les États-Unis contrôlaient plus de la moitié de l'or disponible dans le monde, ainsi que le dollar : la seule forme de monnaie qui importait.

Le système de Bretton Woods commença à flancher dangereusement début 1965. Le système avait souffert de plusieurs coups portés par l'inflation américaine, la dévaluation de la livre sterling, et une ruée sur l'or américain. Les États-Unis ne souhaitaient pas réaliser les ajustements structurels qu'ils exigeaient des autres pays. En février 1965, le président français, Charles de Gaulle, lança son célèbre appel en faveur de la fin de l'hégémonie du dollar et d'un retour à un véritable étalon-or. Le ministre des Finances de De Gaulle, Valéry Giscard d'Estaing, qualifia le rôle du dollar au sein de Bretton Woods de « privilège exorbitant ».

Le Royaume-Uni, le Japon et l'Allemagne étaient disposés à jouer le jeu et faire comme si le dollar valait l'or. Les États-Unis étaient fauchés. L'Allemagne et le Japon comptaient sur le bouclier nucléaire américain pour assurer leur sécurité nationale. Ni l'un ni l'autre n'avait encore acquis une dimension lui permettant de tenir tête aux États-Unis.

Le reste de l'Europe de l'Ouest, sous l'insistance de De Gaulle, voyait les choses différemment. La France, l'Espagne, la Suisse, les Pays-Bas et l'Italie convertissaient de plus en plus leurs réserves de dollars en or. Une ruée en règle se produisit ensuite sur les réserves de Fort Knox.

Fournissant ainsi l'exemple de glace-neuf le plus célèbre du xx^e siècle, le président Nixon ferma le guichet de l'or le 15 août 1971. Les partenaires commerciaux des États-Unis n'eurent plus la possibilité d'échanger à taux fixe leurs réserves en dollar

contre de l'or. Nixon avait posé un écriteau indiquant « fermé », afin que tout le monde puisse le voir.

Les émeutes financières

Dans l'univers financier international, on peut tout à fait considérer que la période de 1971 à 1980 fut chaotique, que ce soit au sens large ou au sens scientifique du terme. L'équilibre était perturbé. Les valeurs flanchaient violemment. Les membres du FMI avaient essayé, en vain, de rétablir des taux de change fixes selon de nouvelles parités, ainsi qu'une nouvelle parité entre le dollar et l'or.

Les monétaristes tels que Milton Friedman encouragèrent le monde à abandonner l'or en tant qu'étalon monétaire. Les taux de change flottants devinrent la nouvelle norme. Les pays purent produire des biens meilleur marché en laissant leurs monnaies se dévaluer, au lieu de réaliser des réformes structurelles permettant d'améliorer la productivité.

Les keynésiens accueillirent ce nouveau système à bras ouverts car l'inflation provoquée par la dévaluation abaissait les coûts de main-d'œuvre en termes réels. Les travailleurs n'auraient plus à subir des baisses de salaires. Au contraire, on dérobaient leurs salaires via l'inflation, en espérant qu'ils s'en apercevraient trop tard. Les monétaristes et les keynésiens étaient désormais unis sous la bannière de l'illusion monétaire.

Dans ce meilleur des mondes, où l'argent était élastique et l'or absent, les solutions de type glace-neuf ne furent plus nécessaires. Si des épargnants paniqués voulaient récupérer leur argent, il n'était pas nécessaire de boucler le système : on pouvait imprimer de l'argent et le leur donner.

Le processus de la glace-neuf avait été inversé. Avec les taux de change flottants, une ère glaciaire s'acheva, les glaciers fondirent et le monde se mit à baigner dans un océan de liquidités. Ce fut l'équivalent financier du réchauffement climatique. Tous les problèmes pouvaient être résolus grâce à des taux d'intérêt bas, à de l'argent facile et davantage de crédit.

L'argent facile ne mit pas un terme aux crises : loin de là. Il y eut une crise de la dette en Amérique latine début 1982, une crise du peso mexicain en 1994, une crise financière russo-asiatique en 1998, et la crise financière mondiale de 2007-2009. En outre, il y eut des crises boursières ponctuelles, notamment celle du 19 octobre 1987, lorsque le Dow Jones Industrial Average chuta de 22% en un jour. S'agissant de krach boursier, il y eut également l'effondrement de la bulle Internet en 2000, et la fermeture des marchés après les attentats du 11 septembre.

La nouveauté fut qu'aucune de ces crises n'impliqua de faillites, ni de fermetures bancaires à grande échelle. En l'absence d'un étalon-or, la monnaie était désormais élastique. Les liquidités que les banques centrales pouvaient fournir étaient illimitées, via l'impression de billets, les garanties, les lignes de swap et les promesses d'assouplissement nommées *forward guidance*. L'argent était gratuit ou presque, et disponible en quantités illimitées.

Ce nouveau système n'a pas été parfait. Les investisseurs ont subi des pertes sur la valeur réelle de leur capital dans les années 1970 et 1980. Il n'en demeure pas moins que le système s'est maintenu à flot. La crise de la dette sud-américaine a été résolue avec les obligations Brady (*Brady bonds*), d'après le nom du secrétaire au Trésor américain, Nicholas Brady. Les *Brady bonds* étaient adossés à des bons du Trésor américain afin de garantir partiellement le remboursement des nouvelles

obligations utilisées pour refinancer la dette objet du défaut. Robert Rubin, secrétaire au Trésor américain, puisa dans le Fonds de stabilisation des Échanges¹³ afin d'accorder des prêts au Mexique en 1994, au moment où le Mexique ne parvenait plus à refinancer les prêts accordés par Wall Street. L'ESF a été créé avec les gains engrangés au moment où Franklin D. Roosevelt a confisqué l'or, en 1933, et existe toujours sous forme de caisse noire du Trésor. L'ESF permet de contourner le Congrès, qui s'était prononcé contre le sauvetage du Mexique.

Lors de la crise de 1997-1998, le FMI et la Réserve fédérale – et non le Trésor américain – fournirent les fonds nécessaires au renflouement. La crise commença avec la dévaluation du baht, en juillet 1997. Le FMI accorda des prêts d'urgence à la Corée, à l'Indonésie et à la Thaïlande, lors de la première phase de cette pénurie mondiale de liquidités.

La crise frappa au cours de l'hiver et du printemps 1998, puis explosa à la fin de l'été. La Russie fit défaut sur sa dette et dévalua le rouble le 17 août 1998. Le FMI prépara un pare-feu autour du Brésil, alors considéré comme le prochain domino qui allait dégringoler.

Tout le monde fut stupéfié d'apprendre que le prochain domino n'était pas un pays mais un *hedge fund* : Long Term Capital Management (LTCM). Le FMI n'avait aucune autorité lui permettant de sauver un *hedge fund*. La tâche fut confiée à la Réserve fédérale de New York, qui supervisait les banques susceptibles de faire faillite si LTCM faisait défaut.

Au cours d'une intense période de six jours, du 23 au 28 septembre 1998, Wall Street, sous l'œil attentif de la Fed, organisa

13 ESF, Exchange Stabilization Fund

un *bail-out* de 4 Mds\$ afin de stabiliser le fonds. Une fois le *bail-out* bouclé, le président de la Fed, Alan Greenspan, vint en aide aux banques via un abaissement des taux décidé au cours de la réunion programmée du Comité de politique monétaire de la Fed (*Federal Open Market Committee*, ou FOMC), le 29 septembre 1998.

Mais les marchés ne se stabilisèrent pas. LTCM, qui venait d'être recapitalisé, perdit encore un demi-milliard de dollars en quelques jours. Wall Street avait sauvé un *hedge fund*. Et à présent, qui allait sauver Wall Street ? La Fed intervint à nouveau. Greenspan abaissa les taux lors d'une déclaration non programmée, fait rarissime, le 15 octobre 1998. Ce fut la seule fois en 22 ans, et jusqu'à ce jour, que la Fed abaissa les taux en dehors d'une réunion programmée du FOMC.

Les marchés reçurent bien le message. L'Indice Dow Jones Industrial Average rebondit de 4,2%, l'une de ses trois plus fortes hausses journalières de l'Histoire. Les marchés obligataires revinrent à la normale. L'hémorragie LTCM avait enfin cessé. Cet abaissement des taux de la Fed, non programmé, fut une version précoce de la politique du « tout ce qu'il faudra », telle que le président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, l'a décrite en juin 2012. Cette nouvelle pratique visant à glisser sous le tapis les crises récurrentes atteint un paroxysme à l'automne 2008, lorsque les régulateurs américains garantirent tous les dépôts bancaires et les fonds monétaires des États-Unis. La Fed imprima des milliers de milliards de dollars afin de soutenir les banques américaines, et organisa des dizaines de milliers de milliards de dollars d'accords de swaps avec la BCE. La BCE avait besoin de ces dollars afin de soutenir les banques européennes.

Les liquidités illimitées fonctionnèrent. La tempête passa, les marchés se stabilisèrent, les économies progressèrent, bien que lentement, et les prix des actifs se regonflèrent. En 2016, la politique visant à inonder le monde de liquidités fut largement acclamée.

L'approche glace-neuf de 1907, 1914, des années 1930 et de Bretton Woods avait-elle été remplacée par un réchauffement monétaire qui menaçait désormais les ouragans ? Existait-il des limites à ce que pouvait faire l'élasticité monétaire ? Fin 2016, le monde a bien failli le découvrir.

En 2016, les mesures politiques extraordinaires utilisées en 2008 n'avaient pratiquement toujours pas été levées. Les bilans des banques centrales étaient toujours gonflés à bloc. Les accords de swap entre la Fed et la BCE étaient toujours en place. L'effet de levier mondial avait augmenté. Les ratios dette souveraine/PIB étaient plus élevés. Les pertes menaçaient les dettes souveraines, les *junk bonds* et les marchés émergents. Les dérivés avaient atteint la somme de 1 000 000 de milliards en valeur notionnelle, soit plus de dix fois le PIB mondial.

Les élites internationales se sont progressivement rendu compte que l'assouplissement monétaire avait simplement déclenché de nouvelles bulles au lieu d'offrir des bases saines. Le décor était planté pour un nouvel effondrement, et les élites le savaient. Elles se sont mises à douter de leur capacité à suivre la même stratégie.

Pour juguler la crise de 2008, la Fed a élargi son bilan de 800 à 4 200 Mds\$ en 2015. Que fera-t-elle la prochaine fois ? En appliquant une hausse proportionnellement équivalente, cela porterait le bilan à 20 000 Mds\$, soit à peu près l'équivalent du PIB des États-Unis.

D'autres banques centrales avaient dû faire face au même dilemme. On pensait que les économies retrouveraient une croissance durable par rapport à la production potentielle. Alors, les banques centrales auraient pu retirer leur politique de soutien et se mettre en retrait. Ce n'est pas arrivé. Au lieu de cela, la croissance est restée anémique. Les marchés se sont tournés vers les banques centrales afin de faire durer l'argent facile. Sept ans de complaisance ont endormi les marchés, s'agissant des risques liés à l'effet de levier et du manque de transparence.

Au cours de l'été 2014, les élites commencèrent à tirer la sonnette d'alarme. Le 29 juin 2014, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) publia son rapport annuel. Elle y annonçait que les marchés étaient « euphoriques » et ajoutait « il s'est avéré à maintes reprises... que des bilans bancaires apparemment solides masquaient des fragilités insoupçonnées ».

Le rapport de la BRI fut suivi, le 20 septembre 2014, d'une autre mise en garde émanant du sommet des ministres des Finances du G20, à Cairns, dans le Queensland. Voici ce que disait leur communiqué : « Nous sommes attentifs à l'accumulation potentielle de risques excessifs au sein des marchés financiers, en particulier dans un contexte de taux d'intérêt bas et de faible volatilité du prix des actifs. »

Quelques jours plus tard, à peine, le CIMB (Centre International d'études Monétaires et Bancaires) – un puissant *think-tank* de Genève (Suisse) entretenant des relations aux plus hauts niveaux – publia son rapport intitulé *Geneva Report* sur l'économie mondiale.

Après des années de discours de responsables politiques affirmant que le monde se désendettait, le CIMB livra cette synthèse stupéfiante : « Contrairement aux idées les plus

répandues, [et] six ans après le début de la crise financière... l'économie mondiale n'est pas encore sur la voie du désendettement. En fait, le taux d'endettement total mondial... par rapport au PIB... n'a cessé d'augmenter... et de battre de nouveaux records. »

Le rapport indiquait que l'impact de cet excès d'endettement serait « nocif » pour l'économie mondiale.

Les mises en garde continuèrent. Peu de temps après le *Geneva Report*, le 11 octobre 2014, le FMI sonna lui aussi l'alarme. Le directeur du puissant comité d'orientation du FMI déclara que les marchés des capitaux étaient « exposés à des 'Ébola de type financier' qui ne manqueraient pas d'arriver... ».

Le gouvernement américain ne pouvait pas non plus feindre d'ignorer la tempête qui s'annonçait. Dans son rapport publié le 2 décembre 2014, l'*Office of Financial Research* du département du Trésor américain lança l'avertissement suivant : « les risques liés à la stabilité financière ont augmenté. Les trois plus importants de tous sont l'excès de prise de risque... les vulnérabilités associées à un marché dont la liquidité diminue, et la migration des activités financières en direction de recoins du système financier, plus opaques et moins résilients. »

Le 5 décembre 2014, la BRI lança de nouveau une mise en garde concernant l'instabilité financière. En évoquant l'extrême volatilité et la disparition brutale des liquidités du marché, Claudio Borio, directeur du département monétaire de la BRI, déclara que « ce qui est très anormal devient dangereusement normal... Il y a quelque chose de vaguement troublant lorsque l'impensable se transforme en habitude ».

Ces mises en garde ont été lancées en 2014, alors qu'il devenait clair que l'assouplissement monétaire ne rétablirait pas

la croissance. La première vague d'avertissements a été suivie d'autres, plus explicites, contenus dans des rapports annuels et réunions des années suivantes. L'expansion de l'effet de levier, de la valeur des actifs, et du volume des dérivés a persisté avec la même intensité.

Les mises en garde n'étaient pas destinées aux investisseurs, dont la plupart ne connaît ni les institutions en question, ni le jargon employé. Ces mises en garde étaient destinées au petit nombre d'experts de premier plan qui les lit. Les élites ne mettaient pas en garde le citoyen lambda, elles s'avertissaient mutuellement.

La BRI, le FMI, le G20, ainsi que d'autres institutions monétaires internationales lançaient des mises en garde à un petit groupe de ministères des Finances, de fonds souverains, de banques et de fonds privés tels que BlackRock et Bridgewater, leur donnant ainsi le temps de revoir leurs portefeuilles et d'éviter les pertes qui s'abattaient sur les petits investisseurs.

Les élites jetaient également des bases afin de pouvoir dire, en cas de crise, « nous vous avons avertis », et d'être crédibles. Et ce, malgré le fait que la plupart des investisseurs n'ont pas eu connaissance de ces avertissements lorsqu'ils ont été lancés. Ces bases facilitent la mise en place d'une solution glace-neuf. Comme les investisseurs n'ont pas prêté attention à ces avertissements limpides, ils ne pourront s'en prendre qu'à eux-mêmes.

Fin 2016, le décor était donc posé. Le risque systémique avait progressé jusqu'à des niveaux alarmants. Les symptômes n'étaient pas uniquement visibles au sein du système financier américain, mais également en Chine, au Japon et en Europe. Le

dispositif glace-neuf était prêt à s'emparer des banques EFIS¹⁴, geler les fonds monétaires, fermer les places boursières, limiter les espèces, et ordonner aux gestionnaires d'actifs de suspendre les demandes de remboursement de leurs clients.

Avant que ne s'opère un gel mondial, les élites ont averti certains de leurs compères et se sont mises à l'abri de toutes critiques. Mais une question demeurerait. La glace-neuf allait-elle fonctionner ? La capacité des États à imposer la glace-neuf ne faisait aucun doute. Pour autant, les citoyens obtiendraient-ils comme en 1914 et en 1933, ou est-ce que cela dégènerait en émeutes ?

Si des émeutes financières éclataient, les autorités s'y étaient préparées, également.

Les États-Unis vivent sous l'état d'urgence depuis la Proclamation 7463 effectuée par le président Bush, le 14 septembre 2001. L'état d'urgence a été renouvelé chaque année depuis 2001 par les présidents Bush et Obama. L'état d'urgence octroie au président des pouvoirs exécutifs extraordinaires, y compris la possibilité de décréter la loi martiale.

Nous ne sommes pas en pleine théorie du complot. L'état d'urgence et autres pouvoirs du même genre, sont autorisés par le Congrès ainsi que par des ordres exécutifs. Ces mesures se sont progressivement étendues depuis le gouvernement Truman. S'agissant de ces pouvoirs, certaines extensions majeures ont été ordonnées par les présidents Kennedy et Reagan, afin de refléter la réalité de la guerre froide.

Les pouvoirs d'urgence ont été mis à l'épreuve, continuellement, au travers d'exercices, sous chaque gouvernement.

14 EFIS : Etablissements financiers d'importance systémique

Pendant l'un de ses mandats, en 1956, le président Eisenhower a ordonné la simulation d'une attaque nucléaire sur l'Union soviétique, en se basant sur la progression qu'avait enregistrée l'exercice jusque-là.

Même si les textes autorisant la loi martiale ont été rédigés avec la guerre nucléaire en arrière-plan, ils ne sont pas limités à cette circonstance. Ils peuvent être appliqués à n'importe quelle situation d'urgence, y compris les émeutes financières, en cas de rupture du système financier et de gel des actifs de type glace-neuf.

Outre des pouvoirs d'urgence étendus, applicables à n'importe quelle situation d'urgence, des pouvoirs dictatoriaux ont été accordés au président par le Congrès, afin de répondre spécifiquement aux crises financières. Ces pouvoirs ont été étendus au fil des décennies, à commencer par le *Trading with the Enemy Act*, de 1917, et jusqu'à l'*International Emergency Economic Powers Act* de 1977 (IEEPA).

Conformément à l'IEEPA, le président a le pouvoir de geler ou saisir les actifs et les institutions en cas de menace envers la sécurité nationale et en relation avec l'étranger. Dans un contexte de marchés mondialisés, toutes les crises financières ont des connexions étrangères. Les crises systémiques constituent une menace pour la sécurité nationale si on ne les maîtrise pas. Par conséquent, le seuil à partir duquel il est possible de recourir aux mesures confiscatoires de l'IEEPA est relativement bas.

Hank Paulson, secrétaire au Trésor, et Ben Bernanke, président de la Fed, ont déclaré sans cesse qu'ils ne disposaient pas de l'autorité leur permettant de saisir Lehman Brothers pendant la crise de 2008. C'est faux. L'IEEPA leur fournissait

toute l'autorité nécessaire. Soit les juristes du Trésor n'y ont pas pensé, soit le Trésor a décidé de ne pas s'en servir.

L'utilisation de ces pouvoirs d'urgence économique et de loi martiale est une version plus coercitive du plan glace-neuf visant à geler les comptes. La glace-neuf a pour but d'acheter du temps et de rétablir le calme tandis que les élites mettent au point des plans visant à répartir les pertes et à réinjecter des liquidités dans le système, grâce aux droits de tirage spéciaux du FMI. Si les événements dégénèrent plus rapidement que ne le pensent les élites, des mesures plus radicales seront peut-être nécessaires. Ces mesures pourraient inclure la confiscation de la propriété. Les états d'urgence et l'IEEPA permettent à l'État d'opérer des confiscations pures et simples. Si l'on rencontre une certaine résistance, les pouvoirs de loi martiale, appuyés par une police locale lourdement armée, la *National Guard*¹⁵ et l'armée régulière, feront appliquer les ordres exécutifs du président.

Les mesures d'urgence ne seront pas utilisées dans le cadre d'une crise financière que l'on peut circonscrire, du type de celles de 1998 et 2008. Mais ce n'est pas le type de crise qui nous guette. La prochaine crise financière sera exponentiellement plus importante et impossible à circonscrire sans recourir à des mesures extraordinaires.

Lorsque la prochaine crise commencera et qu'elle s'aggravera, les mesures que je viens de décrire seront déployées, l'une après l'autre. D'abord interviendront le gel des actifs et la fermeture des places boursières. Ensuite interviendra la confiscation, avec l'appui des forces armées. Une question se pose : tous les citoyens le toléreront-ils ?

15 Garde nationale, aux États-Unis

Aux États-Unis, cette question ne s'est pas posée depuis 1933, date à laquelle le président Roosevelt a confisqué l'or physique des citoyens. Au plus fort de la Grande Dépression, et face à une ruée bancaire d'envergure nationale, les Américains ont accepté cette confiscation de l'or, considérant que c'était le prix à payer pour rétablir l'ordre. Tout le monde faisait énormément confiance à Roosevelt, tout juste élu président, et était motivé par le souhait de sortir le pays de la catastrophe.

Depuis, rien d'aussi spectaculaire que cette confiscation de l'or n'a eu lieu. Les krachs financiers sont intervenus par intermittence. Les pertes enregistrées par les investisseurs ont été innombrables. Et pourtant, aucune saisie généralisée n'a été ordonnée. Aux États-Unis, en réaction aux crises, on a abaissé les taux, émis de l'argent et réinjecté des liquidités dans le système. Lorsque nécessaire, les institutions ont été fermées de façon chirurgicale, sans gels massifs. L'approche de la glace-neuf serait inédite pour presque tous les Américains en vie actuellement.

Les exemples venant de l'étranger sont moins optimistes et plus sanguinaires. Au cours de la crise financière mondiale de 1997-1998, les émeutes qui ont eu lieu en Indonésie et en Corée ont engendré de nombreux morts. Il y a eu des effusions de sang dans les rues. Depuis la crise financière de 2008, des manifestations violentes ont eu lieu en Grèce, en Espagne et à Chypre, provoquant quelques morts.

Certaines études indiquent que les Américains font nettement moins confiance au gouvernement, aux banques et aux médias qu'auparavant. Aux États-Unis, la polarisation politique a atteint des niveaux extrêmes. L'inégalité des revenus a atteint des proportions inédites depuis 1929. Ce sentiment de motivation commune avec le président s'est envolé. Au cours

de la prochaine crise, à mesure que l'on déploiera les mesures confiscatoires, la réaction populaire s'orientera plus vers la résistance que vers une acceptation passive.

Les élites y sont également préparées.

Mount Weather, en Virginie, et Raven Rock Mountain, en Pennsylvanie, sont les deux sites gouvernementaux les plus importants, et dont les Américains n'ont jamais entendu parler. En cas de guerre mondiale, de catastrophe ou d'émeutes financières généralisées, le gouvernement civil et le commandement militaire se redéployeront sur ces sites afin de poursuivre l'exercice de l'État dans un contexte de situation d'urgence.

Mount Weather se situe à la sortie de l'autoroute, dans le comté de Loudoun, en Virginie, près des Blue Ridge Mountains. Mount Weather est géré par le département de la Sécurité intérieure (*Department of Homeland Security*) et héberge le système de radiocommunication nationale FEMA. Dans les milieux officiels, on le connaît sous son nom de code : *High Point Special Facility*.

Mount Weather renferme un dédale de bunkers souterrains, connus sous le nom de Zone B, afin de le distinguer des bâtiments situés en surfaces, dénommés Zone A. Pendant les attentats du 11 septembre, de New York et de Washington, les dirigeants du Congrès ont été transférés par hélicoptère de Capital Hill à la Zone B de Mount Weather.

Raven Rock Mountain est situé dans le comté d'Adams, en Pennsylvanie, non loin de la frontière avec le Maryland, et de la résidence présidentielle de Camp David. Raven Rock est le principal centre opérationnel militaire en cas d'attaque nucléaire ou autre catastrophe interférant avec les activités

habituelles du Pentagone. Le nom de code du principal centre de commandement est Site R, mais on le surnomme « the Rock ».

Raven Rock est la contrepartie militaire de Mount Weather. En cas de rupture de l'ordre public, la direction civile sera évacuée à Mount Weather, tandis que le commandement militaire sera évacué à Raven Rock. Ensemble, ces deux sites distants d'environ 50 km et étroitement connectés par des réseaux de communication sécurisés, remplaceront Washington (DC) en tant que siège du pouvoir gouvernemental.

Le département de la Sécurité intérieure procède à des exercices classés confidentiels afin de s'entraîner à utiliser Mount Weather. Les exercices les plus récents, qui ont eu lieu le 16 mai 2016, ont été nommés *Eagle Horizon 2016*. Les versions précédentes d'*Eagle Horizon* concernaient notamment un attentat à la bombe radiologique, des cyber-attaques et autres types de terrorisme. Le scénario précis d'*Eagle Horizon* est confidentiel-défense mais pourrait inclure un krach bancaire planétaire déclenchant des émeutes financières partout dans le monde.

Mount Weather et Raven Rock Mountain fonctionnent selon un plan hautement confidentiel, intitulé the *Continuity of Operations Plan*¹⁶... Il s'agit d'un plan permettant la continuité des activités du gouvernement américain pendant une attaque, un effondrement financier ou une catastrophe naturelle. Le président George W. Bush a activé ce plan de continuité au cours des attentats du 11 septembre, bien que le public n'ait pas été au courant à l'époque.

Cet ensemble de dispositifs et pouvoirs d'urgence est conçu afin de résister à des chocs militaires, naturels ou financiers. Le

16 Plan de continuité des activités

gouvernement est prêt à affronter une catastrophe. Mais pas le peuple américain.

Une crise financière mondiale, pire que toutes les crises précédentes, est imminente pour les raisons que j'explique dans ce livre. Des injections de liquidités semblables à celles de 1998 et 2008 ne suffiront pas, car les bilans des banques centrales sont déjà tendus. On aura peu de temps pour réagir. On procèdera à un gel des comptes, de type glace-neuf, le temps que les élites mondiales convoquent une conférence monétaire internationale. Elles tenteront de recourir aux droits de tirage spéciaux (DTS), émis par le MFI, afin de renflouer le système.

Il se pourrait que les DTS fonctionnent. Mais il est plus probable que les citoyens ne se laisseront pas duper par cette imposture consistant à résoudre une crise de la monnaie-papier en émettant encore plus de monnaie-papier. Les investisseurs ne toléreront pas cette glace-neuf. Ils voudront récupérer leur argent. Des émeutes financières éclateront.

Les gouvernements ne tombent pas sans livrer un combat. En réaction aux émeutes financières, on usera de la confiscation et de la force. Les élites au gouvernement seront en sécurité, dans leurs centres de commandement nichés sous la montagne. Les élites du secteur privé se débrouilleront avec leurs yachts, leurs hélicoptères et leurs résidences barricadées, qui seront transformées en forteresses.

Il y aura des effusions de sang dans les rues, pas au sens métaphorique mais bien au sens propre. Le néofascisme surgira, l'ordre ripostant au désordre, et il n'y aura plus de liberté.

T.S. Eliot a eu une vision de cette situation moderne, dans son poème de 1922, *La Terre Vaine*¹⁷:

*Quelles sont ces hordes encapuchonnées qui grouillent
Sur des plaines sans fin, trébuchant sur la terre craquelée
Que cerne seul l'horizon plat
Quelle est la ville par-delà les montagnes
Qui se craquèle, se remembre et éclate dans l'air violet
Tours qui s'effondrent
Jérusalem Athènes Alexandrie
Vienne Londres
Fantomatiques*

Les émeutes financières paraissent invraisemblables. Et pourtant, elles se produisent.

17 Traduction de Guy Le Gaufey

Une seule Monnaie, Un seul Monde, Un seul Ordre

CHAPITRE 2

D'énormes progrès ont été accomplis, au cours de ces cinq dernières années, grâce à la crise. Personnellement, j'espère qu'il ne faudra pas subir une nouvelle crise pour en réaliser d'autres.

Christine Lagarde, directrice générale du FMI
Davos, Suisse, le 22 janvier 2015

Une grave crise ne doit jamais être gâchée.

Rahm Emanuel, 21 novembre 2008

Le SPECTRE est une organisation criminelle fictive inventée par le romancier Ian Fleming. Ce nom est l'acronyme de *Special Executive for Counterintelligence, Terrorism, Revenge and Extortion*. Le SPECTRE est apparu pour la première fois en 1961, dans le roman de Fleming, *Opération Tonnerre*, où il est l'ennemi du héros, l'espion James Bond (ou l'agent 007, au MI6).

Le SPECTRE est une organisation criminelle, certes, mais son organisation est similaire à celle d'une ONG actuelle ou du FMI. Il s'agit d'une organisation transnationale basée à Paris. Le SPECTRE possède un conseil d'administration comptant 20 membres (le conseil d'administration du FMI en compte 24), ainsi que des représentants de pays du monde entier. Il n'appartient à aucun pays et à aucune idéologie. Dans *Opération Tonnerre*, les bureaux du SPECTRE sont abrités par une société écran qui vient en aide aux réfugiés.

La description romancée la plus récente du SPECTRE apparaît dans le film éponyme sorti en 2015, avec Daniel Craig dans le rôle de 007. Ce film met en scène les membres du conseil d'administration du SPECTRE assis autour d'une grande table en bois, dans une salle de conférence très haute de plafond, située à Rome. Le conseil d'administration montre une diversité culturelle et ethnique ; des femmes y occupent des fonctions de direction. À l'ordre du jour du conseil figurent des rapports de dirigeants concernant les performances et profits réalisés dans le cadre de différents types d'activités. Dans ces rapports, la frontière entre entreprises criminelles et légitimes semble bien floue.

En réfléchissant aux activités de l'élite monétaire internationale, à l'heure actuelle, l'image du SPECTRE surgit immanquablement à l'esprit. Son ontologie de type *top-down* arrange bien les théoriciens du complot. Parfois, la vie semble

s'inspirer de l'art, comme lors de ces réunions annuelles que le groupe Bilderberg, club sélect, fermé et secret, tient dans les lieux les plus prestigieux. Mais si le groupe Bilderberg est bien réel, rien ne prouve vraiment qu'un comité central puisse soumettre l'humanité. Par ailleurs, un processus *top-down* n'est pas nécessaire pour maîtriser le monde par l'argent. Le véritable processus est plus subtil.

Les véritables élites opèrent au sein de sphères d'influence. Cela comprend le secteur financier, les médias, les technologies, l'armée et la politique. Les membres de chaque sphère ont leurs lieux de rencontre et calendriers privilégiés. L'élite des médias se réunit tous les mois de juillet lors de la conférence organisée par Allen & Company à Sun Valley, dans l'Idaho. Les banques centrales se réunissent en août, à Jackson Hole, dans le Wyoming, dans le cadre d'une conférence dirigée par la Réserve fédérale de Kansas City. Les élites militaires et des services du renseignement se réunissent au forum de Munich sur les politiques de défense, début février. Les leaders d'opinion et les intellectuels ayant une notoriété publique, ont le choix entre le Forum économique mondial de Davos (Suisse), la conférence mondiale du Milken Institute, à Berverly Hills, et la conférence TED (Technology, Entertainment, Design) de Vancouver.

Ces événements pour super-élites ne sont pas de vulgaires salons professionnels. On y assiste sur invitation, uniquement, ou selon des conditions d'admission et de sponsoring offrant aux élites la possibilité d'y participer. On y rencontre des chefs d'État, des responsables de cabinets, des dirigeants d'entreprises et des milliardaires. Le commun des mortels n'y a pas accès.

La réunion la plus sélecte – et celle qui génère le plus de théories du complot – est celle du groupe Bilderberg, qui se tient tous les ans depuis 1954 dans divers lieux géographiques.

Bilderberg évolue autour d'un noyau d'environ 40 membres permanents, et d'un groupe plus étendu comptant une centaine d'invités variant d'une année sur l'autre, en fonction de l'urgence des sujets abordés ou des impératifs politiques. Ce noyau est essentiellement constitué d'élites venant des secteurs financier et industriel. Au-delà de ce noyau, le groupe penche plutôt vers des responsables politiques et des intellectuels ayant une notoriété publique.

Lors d'un exposé que j'ai effectué à la demande du président de Bilderberg, au Rockefeller Center, il y a quelques années, ce dernier s'est montré poli et s'est intéressé à ce que je pensais de l'euro. Je l'ai assuré, ainsi que ses confrères, que l'euro n'allait pas disparaître, bien qu'à ce moment-là, bon nombre d'économistes criaient haut et fort que sa fin était imminente. À l'issue de notre entretien, il m'a gentiment offert un cadeau : un vase suédois en verre bleu foncé (avec le motif d'un vortex en spirale à l'intérieur), réalisé à la main, que je conserve sous mes yeux, dans mon bureau. Cet homme n'avait rien de diabolique.

Au cours de ce type de réunions, les divergences idéologiques sont mises de côté. Le propriétaire de Fox, Rupert Murdoch, ainsi que Brian Roberts, propriétaire de MSNBC, ont assisté à la conférence de Sun Valley de juillet 2016. L'idéologie élitiste unissant Murdoch et Roberts est bien plus forte que les débats politiques houleux diffusés sur leurs antennes et destinés à la consommation de masse. Ces derniers relèvent du divertissement. Sun Valley s'intéresse au pouvoir.

Les activités importantes auxquelles les élites se livrent, à ces conférences, ne se déroulent pas selon un calendrier défini mais lors de dîners privés et autour d'un verre, dans de discrètes suites ou des bungalows situés en périphérie du lieu de conférence. Lorsque je suis intervenu à la conférence mondiale

du Milken Institute, les conversations les plus importantes se sont déroulées au bar de l'hôtel Peninsula, à un pâté de maisons du site principal, et non à la tribune.

Les sphères de l'élite flottent et se superposent comme un diagramme de Venn en 3D, interactif. Des intersections apparaissent, se fondent puis disparaissent. À certains interstices se trouvent des élites qui acheminent le pouvoir d'une sphère à l'autre. Chris Dodd en est un bon exemple. Sénateur américain pendant trente ans et défenseur de la loi Dodd-Frank, il est ancré dans les sphères politiques et financières. Président de la Motion Picture Association of America, il est également ancré dans la sphère médiatique. Lorsque les élites des médias et de la politique ont besoin de se mettre en relation, l'un des canaux passe par Dodd.

C'est via cette structure composée de sphères distinctes, d'intersections et de canaux identifiés que règne l'élite mondiale du pouvoir. Le pouvoir explicatif de ce modèle est encore plus grand que celui d'un quelconque comité de gouvernance mondiale imaginaire, aux mailles resserrées et adoptant une approche *top-down*. Ce comité, s'il existait, serait relativement facile à identifier, surveiller et démasquer. Par contre, un modèle à base de sphères flottantes n'a aucune forme et est difficile à cerner. Si un membre individuel est discrédité par un scandale ou un revers de fortune, il est rapidement sacrifié (une réhabilitation ultérieure demeurant possible) tandis que le système continue d'exister. Les médias n'ont aucun intérêt à élucider ce système ; les journalistes ne peuvent l'imaginer et quant aux dirigeants des médias, ils en font partie.

Les théoriciens du complot sont également friands d'une autre croyance « virale » : l'élite mondiale serait malveillante. Le problème le plus grave, ce n'est pas leur malveillance mais le

fait qu'elles pensent bien agir. Cette conviction les empêche de s'auto-évaluer.

L'élite mondiale n'a peut-être pas de forme, mais certaines personnes telles que George Soros ont un accès total aux mondes financier et politique, et véhiculent les programmes de l'élite comme des supertankers, en quelque sorte. Si Soros n'est pas le président officiel de l'élite du pouvoir (personne ne la dirige), le fait qu'il ait accès à l'élite en tous endroits, de même que sa patiente adhésion à « l'ingénierie sociale pas à pas » de Karl Popper, font de lui un spécimen exemplaire de l'élite. Christine Lagarde, Michael Bloomberg et Warren Buffett sont également des sortes de supertankers de l'élite. Les présidents et Premiers ministres ne sont pas dénués d'importance, mais ils ne font que passer. Les supertankers de l'élite conservent leur influence pendant des dizaines d'années, eux.

Quel est le programme de l'élite ? Il ne change pas ; il a été mené pendant des siècles par César et Napoléon, et au xx^e siècle par les dynasties Rockefeller, Roosevelt et Bush. À l'heure actuelle, ce programme s'épanouit pleinement au sein d'institutions portant des noms anodins tels que les Nations unies et le Fonds monétaire international. Il se formule simplement : monnaie mondiale, fiscalité mondiale, et ordre mondial.

La monnaie mondiale

La monnaie mondiale n'est pas un concept nouveau ; elle a été utilisée à travers toute l'histoire. La monnaie mondiale, c'est l'or. Le programme de l'élite consiste à amasser de l'or et à transformer les droits de tirage spéciaux (DTS) en monnaie mondiale pour les échanges commerciaux et les activités financières.

D'autres formes de monnaie, y compris les coquillages, les plumes et le papier, ont été utilisées à certaines époques et en certains lieux, selon un consentement tribal ou l'application de la loi. Tout support peut servir de monnaie si l'on se base sur sa valeur dans le contexte d'un futur échange. Malgré tout, l'or est la seule monnaie valable en tout temps et tous lieux et c'est pour cela qu'il est la véritable monnaie mondiale.

Avant la Renaissance, la monnaie mondiale existait sous forme de pièces ou lingots en métal précieux. Les empereurs romains et les rois amassaient de l'or, le distribuaient à leurs armées, se le disputaient et se le volaient les uns aux autres. La terre était une autre forme de richesse, depuis l'Antiquité. Malgré tout, la terre n'était pas une monnaie car, contrairement à l'or, elle ne peut être aisément échangée et sa qualité n'est pas uniforme. La remarque énigmatique de J. Pierpont Morgan « La monnaie, c'est l'or et rien d'autre », formulée il y a un siècle, résume bien ce contexte.

Au XIV^e siècle, les banquiers florentins (appelés ainsi car ils travaillaient sur un banc – ou *banco* – sur les places de Florence et d'autres villes-États) acceptaient des dépôts d'or en échange de billets de banque valant promesse de restituer l'or sur demande. Ces billets étaient une forme d'échange bien plus pratique que l'or physique. Les billets pouvaient être transportés sur de longues distances et remboursés en or auprès des succursales d'une banque familiale florentine de Londres ou de Paris. Les billets de banques n'étaient pas des créances non sécurisées, mais plutôt les récépissés des entrepôts où l'or était stocké.

Les banquiers de la Renaissance se sont rendu compte qu'ils pouvaient placer de l'or sous leur garde dans d'autres buts, notamment celui d'accorder des prêts aux princes. Cela voulait dire que l'on émettait une quantité de billets supérieure à la

quantité d'or physique détenue. Les banquiers comptaient sur le fait que les billets ne seraient pas tous remboursés en même temps et qu'ils pourraient récupérer à temps de l'or auprès des princes, et autres tiers, afin d'honorer les remboursements. C'est ainsi qu'est né le « système de réserves fractionnaires » des banques, selon lequel l'or détenu représentait une partie des billets émis. Et depuis, on ne compte plus les bêtises qui ont été commises.

Malgré l'avènement des banques, des billets et des réserves fractionnaires, l'or physique a conservé son rôle de monnaie mondiale. Les princes et les marchands transportaient des pièces d'or dans des bourses et stockaient l'or dans des chambres fortes. L'or physique et les billets fonctionnaient main dans la main.

L'argent a joué un rôle semblable, comme le montre le succès du dollar espagnol : une pièce de huit réaux, connue sous le nom espagnol de *real de ocho*, ou « pièce de huit ». Le dollar espagnol contenait 0,885 once d'argent pur. C'était une pièce de 22 carats dont le poids total était de 0,96 once après l'ajout d'un alliage assurant sa durabilité. L'empire espagnol a frappé le *real de ocho* comme monnaie concurrente aux Joachim thalers du Saint-Empire romain germanique. Le Joachim thaler était une pièce d'argent frappée dans le « vallon » de Saint-Joachim (*Thal* en allemand). Le terme Joachim thaler a été abrégé plus tard, devenant *thaler*, proche du terme « dollar » en anglais.

La « pièce de huit » espagnole et le thaler sont tous deux les prédécesseurs de la pièce américaine de 1 \$, en argent. Les dollars espagnols ont eu cours légal aux États-Unis jusqu'en 1857. En 1997, encore, le New York Stock Exchange négociait des actions en unités de 1/8^e de dollar, héritage de cette « pièce de huit » ancestrale.

Des pièces d'argent similaires ont été adoptées en Bourgogne, aux Pays-Bas (appelées le *leeuwendaalder* ou le « dollar du lion ») et au Mexique au XVII^e siècle. Les dollars espagnols ont été très utilisés dans le cadre du commerce international. Jusqu'au XIX^e siècle, l'argent était la seule matière première acceptée par la Chine en échange des produits manufacturés chinois. La Chine apposait son propre sceau sur les pièces espagnoles pour en faire une monnaie en circulation dans le pays. Si l'or représentait la première devise mondiale, l'argent, lui, représentait la première monnaie mondiale.

La popularité de l'argent en tant qu'étalon monétaire s'est fondée sur l'offre et la demande. L'or a toujours été rare alors que l'argent est plus facilement disponible. Charlemagne a inventé l'assouplissement quantitatif au IX^e siècle en substituant les pièces d'argent aux pièces d'or afin d'augmenter la masse monétaire de son empire. L'Espagne a procédé de même au XVI^e siècle.

L'argent possède presque tous les attraits de l'or. L'argent est de qualité uniforme, malléable, relativement rare et agréable à regarder. Aux États-Unis, après l'interdiction de détenir de l'or, prononcée en 1933, les pièces d'argent ont circulé librement. Les États-Unis ont frappé des pièces d'argent à 90% jusqu'en 1964. La dépréciation a débuté en 1965. Selon la pièce en question – les dimes, les pièces de 25 cents (« quarters ») ou de 50 cents – le pourcentage d'argent a chuté de 90 à 40%, pour tomber finalement à zéro au début des années 1970. Depuis, les pièces américaines en circulation contiennent du cuivre et du nickel.

De l'Antiquité au milieu du XIX^e siècle, même les citoyens ayant de modestes moyens pouvaient détenir des pièces d'or ou d'argent. Aujourd'hui, il n'y a plus de pièces d'or ou d'argent en

circulation. Les pièces qui existent sont considérées comme de l'or physique, et conservées loin des yeux.

La disparition de l'or et de l'argent n'a pas pour autant rendu la monnaie mondiale inutile. Seule la forme de monnaie mondiale a changé. L'avènement des billets de banque, ou du papier-monnaie, s'est déroulé parallèlement à la diminution du rôle de l'or et de l'argent.

Les détracteurs du papier-monnaie pointent du doigt le 15 août 1971, date à laquelle l'or a cessé d'être une monnaie. Ce jour-là, le président Richard Nixon a temporairement suspendu la convertibilité en or des réserves étrangères de dollars. La suspension n'a pas été concluante en soi car la France, entre autres, espérait revenir vers l'or selon de nouvelles parités. Techniquement, les États-Unis sont restés sur un étalon-or, avec un dollar dévalué de 35 \$ à 38 \$ l'once, conformément à l'accord du Smithsonian du 18 décembre 1971. En octobre 1973, le dollar s'est encore dévalué à 42,22 \$ l'once. Ces évaluations n'étaient que formalisme car les États-Unis n'ont jamais rétabli la convertibilité après le mois d'août 1971. Le 19 mars 1973, la plupart des principales nations commerciales sont passées aux taux de change flottants. En juin 1974, le FMI a formellement démonétisé l'or et adopté un système monétaire basé sur les droits de tirage spéciaux, les DTS. (Les DTS créés en 1969 étaient initialement rattachés à l'or. En 1973, les DTS sont devenus simplement une forme de monnaie fiduciaire.) En 1976, le Congrès américain a modifié les statuts afin de retirer de la définition du dollar toutes références à l'or ou à l'argent.

Pour autant, le déclin de l'or en tant que monnaie est plus compliqué et intéressant que ne le suggère la chronologie officielle. Les fossoyeurs chargés d'enterrer l'or définitivement ont été Nixon et le FMI. L'étalon-or classique est mort le 28 juillet

1914, avec l'ultimatum lancé à la Serbie par l'Empire austro-hongrois et le déclenchement de la Première Guerre mondiale. La période de soixante ans entre 1914 et 1974 devrait être considérée comme le processus d'embaumement de l'or qui a précédé son enterrement. Cette période a ouvert la voie, afin de permettre aux élites de créer de nouvelles formes de monnaie mondiale.

Après l'ultimatum austro-hongrois, les événements ont rapidement dégénéré. Les mobilisations et les déclarations de guerre se sont rapidement succédé. Dès le mois d'août 1914, le Royaume-Uni, la France et la Russie (membres de la Triple-Entente depuis 1907) étaient en guerre contre la soi-disant alliance formée par l'Allemagne, l'Autriche-Hongrie et l'Empire ottoman. Officiellement, les États-Unis étaient neutres.

En 1914, les belligérants savaient que l'or était déterminant pour la victoire. Ils ont immédiatement suspendu le remboursement des billets en or. Pendant toute la guerre, les économies ont fonctionné avec de la monnaie-papier non remboursable, une sorte d'emprunt forcé auprès des citoyens. Il était entendu qu'après la victoire, la convertibilité de l'or serait rétablie, bien que ce soit problématique en cas de défaite. Une incroyable foire d'empoigne autour de l'or a suivi. Les citoyens ont été encouragés à remettre l'or qu'ils possédaient en échange d'obligations de guerre. Personne n'a résisté à ces mesures : elles ont été largement acceptées. La guerre est existentielle.

Pour des motifs résolument différents, cette suspension de la convertibilité de l'or, en 1914, a connu deux exceptions importantes : les États-Unis et le Royaume-Uni.

En juillet 1914, Londres était la capitale financière mondiale incontestée. Le *Bill on London*, un instrument financier libellé

en livre sterling et garanti par une grande banque britannique, était au cœur des marchés monétaires. Les billets en livre sterling huilaient les rouages du commerce international. Avec le déclenchement de la guerre, une crise financière est survenue et des moratoires sur les dettes ont été décrétés.

Le gouvernement français a vendu des titres à Londres en échange de livres sterling dont il a demandé la conversion en or et l'expédition de ce dernier à Paris. Pour obtenir cet or, les banques britanniques ont vendu des titres à New York et, de même, réclamé l'équivalent du produit de la vente en or. Cette pression vendeuse a provoqué la fermeture de toutes les principales places boursières en Europe et à New York. Mais la demande en faveur de l'or ne s'est pas apaisée pour autant.

Au départ, les responsables du Trésor britannique et de la Banque d'Angleterre ont penché en faveur de la suspension de la convertibilité de la monnaie en or. John Maynard Keynes, à l'époque conseiller du Trésor, a affirmé avec conviction que le Royaume-Uni devait conserver l'étalon-or. Keynes savait qu'une monnaie saine était la clé de la victoire militaire. La capacité de Londres à financer la guerre dépendait de la confiance ressentie à New York vis-à-vis du crédit du Royaume-Uni.

Keynes s'est montré visionnaire. En octobre 1915, Jack Morgan, le fils de Pierpont, a réussi à effectuer un prêt syndiqué de 500 M\$ en faveur du Royaume-Uni et de la France, soit l'équivalent de 11,7 Mds\$ actuels. La banque Morgan n'a levé aucun financement en faveur de l'Allemagne.

Les banques américaines ont fait face à la demande d'or aussi bien que possible. Les attaques menées par les sous-marins allemands, dans l'Atlantique, ont compliqué le processus et l'expédition d'or en direction de Londres. Il était impossible de

s'assurer. Les sous-marins interdisaient également l'exportation de produits agricoles vers le Royaume-Uni, nécessaire aux Américains pour récupérer l'or dû. En désespoir de cause, la Banque d'Angleterre a ouvert une branche dépositaire à Ottawa, au Canada. L'or était expédié de New York à Ottawa, en train, sans courir le risque d'être attaqué par un sous-marin allemand.

Le Trésor américain est intervenu avec un plan d'assurance organisé par l'État afin que les expéditions transatlantiques puissent reprendre. Les flux d'or se sont normalisés en novembre, et la Bourse de New York a rouvert ses portes le 5 décembre 1914.

Malgré les conseils de Keynes et les acrobaties financières de Morgan, la convertibilité de l'or, au Royaume-Uni, ne fut essentiellement qu'une façade. On avait expliqué aux sujets britanniques qu'il était antipatriotique de stocker de l'or chez soi. Ils devaient laisser l'or à la banque. De même, on avait menacé les banques de confisquer leur or si elles le stockaient au lieu de le mettre à la disposition des échanges commerciaux.

Les pièces d'or furent retirées de la circulation et affinées en barres de 400 onces devenues, depuis, la norme *London good delivery*. D'abord, on pria les banques de livrer leur or à la Banque d'Angleterre où il fut stocké dans une chambre forte. Ensuite, cela devint une exigence.

Ces barres d'or physique pouvaient être détenues par des particuliers mais ne pouvaient circuler comme les pièces autrefois. Seules les personnes fortunées en détenaient car ce gabarit de 400 onces dépassait les modestes moyens dont disposaient la plupart des gens.

En raison du contexte de guerre, critique, peu de gens se sont plaints de l'absence d'or. À la fin de la guerre, en 1918, les

habitudes avaient changé. On avait pris l'habitude de manier des billets de banques, non seulement au Royaume-Uni mais dans toute l'Europe, et de plus en plus aux États-Unis. En privé, on pouvait toujours détenir de l'or et les billets étaient adossés à l'or. Malgré tout, un changement s'était produit. Après 1918, l'or physique existait surtout sous forme de barres d'or encombrantes, enfouies dans les banques, loin des yeux et de la pensée.

La centralisation du stockage de l'or a atteint un summum le 5 avril 1933, lorsque Franklin D. Roosevelt a émis l'Ordre exécutif 6102, exigeant que les citoyens américains remettent l'or qu'ils détenaient aux agents du fisc de l'État, sous peine de poursuites.

Les citoyens n'ont pas été les seuls à se soumettre à cette confiscation. Le *Gold Reserve Act* de 1934, entériné par le président Roosevelt le 30 janvier 1934, exigeait que tout l'or monétaire des États-Unis, y compris l'or détenu par les banques de la Réserve fédérale, soit transmis au Trésor.

Les douze banques régionales de la Réserve fédérales, situées de Boston à San Francisco, possédaient l'or déposé initialement par les banques propriétaires de la Fed lorsque le système avait été établi en 1913. Le *Gold Reserve Act* de 1934 ordonnait que l'or de la Réserve fédérale soit transféré au Trésor américain en échange de certificats or, lesquels apparaissent toujours sur les registres de la Réserve fédérale.

En 1936, le Trésor américain avait plus d'or qu'il ne pouvait en stocker en toute sécurité dans ses entrepôts existants. L'entrepôt (*US Bullion Depository*) de Fort Knox a ouvert ses portes en 1937, afin d'offrir un stockage sécurisé à l'or confisqué en 1933 et 1934. D'autres chambres fortes destinées à l'or ont été créées à l'US Mint, et au fort militaire de West Point. Cet or, autrefois

éparpillé dans des millions de coffres-forts et de porte-monnaie, de la côte pacifique à la côte atlantique, reposait désormais dans quelques chambres fortes gardées par l'armée américaine.

Progressivement, entre 1914 et 1934, l'or est donc passé des mains des particuliers à celles des banques, des banques centrales et du Trésor, parallèlement au processus qui se déroulait au Royaume-Uni et dans d'autres économies développées. Les États firent disparaître l'or de la circulation.

Lorsque la Seconde Guerre mondiale éclata en 1939, la convertibilité de l'or, dans la mesure où elle était encore appliquée, fut à nouveau suspendue. Les expéditions d'or entre pays cessèrent pratiquement.

Au cours de la Seconde Guerre mondiale, la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à Bâle, en Suisse, était le principal fournisseur d'or. En tant que courtier, elle a fait de bonnes affaires avec l'or des nazis, notamment celui qui avait été volé aux Juifs et aux autres victimes de l'holocauste. Les produits de ces transactions ont permis aux nazis de financer leur effort de guerre, de tuer des Américains et leurs alliés. Pendant la guerre, la BRI était dirigée par un Américain, Thomas McKittrick. Aujourd'hui, elle demeure l'intermédiaire par excellence, dans le cadre des transferts d'or entre nations souveraines et principales banques.

À la fin de la Seconde Guerre mondiale, l'or avait cessé de circuler en tant que monnaie. Les accords de Bretton Woods de juillet 1944 réintroduisirent un étalon-or, du moins pour les pays, pas pour les citoyens. La valeur de chacune des devises des quarante-quatre nations participantes fut arrimée au dollar américain à parité fixe. Le dollar fut arrimé à l'or à une parité

d'1/35^e d'once. L'or était toujours la monnaie mondiale mais, pourtant, il ne circulait pas, contrairement au dollar.

Au cours des décennies suivantes, les partenaires commerciaux des États-Unis engrangèrent des dollars en vendant à la prospère Amérique de l'après-guerre des produits variant des transistors aux Coccinelles Volkswagen et aux vins français. Ces pays exportateurs convertissaient leurs dollars en or. Dans la plupart des cas, l'or ne partait pas à l'étranger. Il restait aux États-Unis, dans la chambre forte de la Réserve fédérale de New York, sur Liberty Street, Lower Manhattan. Le titre de propriété s'échangeait entre les États-Unis et le pays, selon les cas, mais l'or restait là où il était. À une exception près : la France, qui a exigé et obtenu que son or physique soit transféré à Paris, où il demeure.

En 1968, le système de Bretton Woods a commencé à se dégrader. L'équivalent d'une frénésie de retraits bancaires s'est produit, excepté que la banque en question était l'entrepôt où était stocké l'or, à Fort Knox. La Suisse et l'Espagne, comme la France, réclamaient leur or. Nixon ferma le guichet de l'or afin de mettre un terme à cette ruée sur l'or et de préserver ce qu'il restait des réserves américaines.

Les années de 1971 à 1974 furent confuses. Les principales puissances économiques ne savaient pas trop si elles devaient revenir à de nouvelles parités sur l'or ou maintenir des taux de change fixes, sans l'or, ou bien passer aux taux de change flottants.

Le déclin de Bretton Woods intervint au moment où l'influence de Milton Friedman, économiste de l'université de Chicago, était à son apogée. Friedman a bâti sa réputation universitaire sur une étude monumentale intitulée *Une histoire*

monétaire des États-Unis, 1867-1960, coécrite avec Anna Jacobson Schwartz. Friedman adhérait à une politique monétaire fondée sur la théorie quantitative de la monnaie (formulée précédemment par Irving Fisher, entre autres). Selon l'hypothèse de Friedman, la Grande Dépression avait été provoquée par la politique monétaire trop rigoureuse menée par la Fed avant le krach boursier de 1929, ainsi qu'au cours des années suivantes.

La solution de Friedman, c'était l'élasticité monétaire, c'est-à-dire la capacité des banques à créer de la monnaie en fonction des besoins, afin de contrecarrer les effets de la récession et d'une baisse temporaire de la demande en biens et services. L'élasticité monétaire signifiait l'abandon de l'or *et* des taux de change fixes car ces deux régimes limitaient la capacité des banques centrales à élargir la masse monétaire. L'opinion de Friedman a influencé les mesures politiques prises par Ben Bernanke et, plus tard, Janet Yellen, en réponse à la crise financière internationale de 2008 et à ses répercussions.

Les recherches scientifiques de Friedman et sa théorie monétaire étaient impressionnantes. Il remporta le prix Nobel d'économie en 1976.

Pourtant, les suppositions de Friedman comportaient de sérieux défauts. Les recommandations politiques fondées sur ses travaux se sont révélées mauvaises. Friedman croyait à l'efficacité des marchés et aux attentes rationnelles : deux hypothèses discréditées, depuis, aussi bien par les données que par les avancées réalisées en sciences comportementales. En particulier, Friedman, et Fisher avant lui, croyaient que la vitesse de circulation de l'argent, ou sa rotation, était constante. Friedman n'a pas vu que la vitesse de circulation était volatile en raison des fonctions récursives du comportement adaptatif des acteurs du marché. Si la vitesse de circulation n'est pas stable, la

théorie quantitative monétaire est un outil de politique inutile, bien que cette théorie soit utile aux simulations théoriques.

Il est injuste de blâmer Friedman pour ce point faible. La vitesse de circulation observée tout au long de la carrière de Friedman, de 1950 à 1990, a été stable. La vitesse de circulation n'a été déstabilisée qu'à partir de la crise financière mondiale de 1998, évolution qui s'est accélérée avec la crise suivante, en 2008. Pourtant, la vitesse de circulation avait plongé au début des années 1930, chose que Friedman devait savoir. Friedman a trop limité le champ, et a finalement eu tort, en attribuant cette chute de vitesse de circulation des années 1930 à l'or et aux taux de change fixes, lesquels, selon lui, limitaient la capacité de la Réserve fédérale à pratiquer un stimulus via l'assouplissement quantitatif.

Dans ce meilleur des mondes monétaires de Friedman, l'élimination de l'or et des taux de change fixes permettait aux banques centrales avisées de calibrer soigneusement la masse monétaire afin de cibler une croissance réelle maximale assortie d'une faible inflation. En 1971, Richard Nixon a déclaré la chose suivante : « En ce qui concerne l'économie, je suis keynésien, aujourd'hui », une variante de la phrase de Friedman, plus célèbre : « Nous sommes tous keynésiens, aujourd'hui ». Nixon aurait pu tout aussi bien dire : « Nous sommes tous adeptes de Friedman, aujourd'hui ».

L'impact de Keynes sur la politique budgétaire, et celui de Friedman sur la politique monétaire, sont devenus une source d'orgueil démesuré, en économie. Il n'existait aucun pays sous-développé dont les problèmes macro-économiques ne puissent être résolus avec une juste mesure de dépenses et d'émission d'argent. Aujourd'hui, on retrouve Keynes et Friedman, main dans la main, dans une théorie hybride nommée *helicopter money*.

L'opinion de Friedman a joué un rôle déterminant dans la décision du FMI de démonétiser l'or, et dans celle prise unilatéralement par les principales économies d'abandonner les taux de change fixes. En 1974, les derniers vestiges d'étalon-or avaient disparu. Les taux de change flottants étaient désormais la norme. La monnaie n'était plus arrimée à l'or : elle n'était même pas arrimée à une autre monnaie. La monnaie n'avait plus d'ancrage : dans l'esprit des économistes, elle n'en avait pas besoin.

Après 1974, la monnaie fut ce que la banque centrale disait que c'était. Un étalon-dollar s'établit *de facto* entre 1980 et 2010, sous la direction de deux présidents de la Fed, Paul Volcker et Alan Greenspan, et de deux secrétaires du Trésor, James Baker et Robert Rubin. Sous ce robuste étalon-dollar, la croissance américaine enregistrée pendant les années 1980 et 1990 (sous les mandats des présidents Reagan, Bush-père et Clinton) fut solide. En 2010, avec le poids des dépenses militaires engagées par Bush (fils) et les déficits d'Obama, l'étalon-dollar succomba aux guerres des devises qui, depuis, continuent de faire rage.

Sur une courte période allant de 1914 à 1974, l'or a évolué du statut de monnaie utilisée par la population, à celui de monnaie des banques, puis de monnaie de l'État, pour finalement ne plus être une monnaie du tout. Cette dernière situation est anormale, du point de vue de l'histoire du monde. Le fait que la monnaie fiduciaire soit basée en partie sur les suppositions erronées de Friedman devrait au moins nous laisser songeurs.

Une période de soixante-dix ans sans monnaie mondiale s'achève. Depuis 1974, la substitution de la monnaie fiduciaire à l'or s'est toujours beaucoup trop appuyée sur des universitaires jouant au responsable de banque centrale, sur des partenaires commerciaux conciliants et sur des populations confiantes. Ces

trois piliers sont fissurés, désormais. La croissance stagnante, les bulles d'actifs, l'inégalité des revenus, les crises financières et les guerres des devises sont les conséquences prévisibles de l'absence de monnaie mondiale. Les élites mondiales préfèrent l'ordre.

Lors du prochain effondrement, une monnaie mondiale réapparaîtra. Le plan de l'élite est de réécrire les « règles du jeu » du système monétaire international, comme cela a été fait en 1922, 1944 et 1974. L'instrument choisi ne sera ni le dollar, ni l'or, mais les DTS (droits de tirage spéciaux).

Les DTS ont été créés en 1969 par le FMI afin de remédier à une crise de confiance vis-à-vis du dollar américain. Les pays percevant des dollars grâce à leurs exportations s'en débarrassaient en échange d'or. Au taux fixe de 35 \$ l'once, il n'y avait pas assez d'or pour soutenir le commerce mondial. Les solutions consistaient à ignorer cette pénurie et à réévaluer le prix de l'or... ou bien à abandonner l'or. À l'époque, chacune de ces solutions était inacceptable pour l'une, ou plusieurs, des principales puissances économiques. Une quatrième solution a été trouvée : les DTS. L'objectif était de créer une réserve d'actifs qui ne soit ni le dollar, ni l'or, mais un hybride. Les DTS ont simultanément allégé l'excédent de dollars et la pénurie d'or. Les DTS étaient une créance-papier sur la somme des ressources du FMI indexées sur une quantité d'or fixe. Le terme « or-papier » s'est associé dès le départ aux DTS.

En 1973, le lien qui existait au départ entre les DTS et l'or a été supprimé. Désormais, les DTS ne seraient qu'une autre forme de papier-monnaie imprimée par le FMI. Mais les DTS sont restés. Certains observateurs pensent que les DTS sont adossés à un panier de devises fortes. Ce n'est pas le cas. Ce panier est seulement utilisé pour déterminer la valeur de change des

DTS, lesquels ne sont adossés à aucune devise. Les DTS sont imprimés à volonté par le FMI, sous réserve que son conseil d'administration ait donné son accord.

Les DTS ne sont pas émis fréquemment. Ils n'ont été émis qu'à quatre reprises, en quarante-sept ans, depuis leur invention. L'émission la plus récente a été réalisée en août 2009, quasiment au plus fort de la récession mondiale qui a suivi la crise de 2008 ; la précédente émission remontait à 1981. Au 30 septembre 2016, 204,1 milliards de DTS étaient en circulation, soit l'équivalent de 285 Mds\$ aux taux de change actuels.

Les DTS ont une propriété intéressante, entre autres : ils règlent le dilemme de Triffin. Ce casse-tête économique a été soulevé par l'économiste belge Robert Triffin, lors de son témoignage devant le Congrès américain, en 1960. Triffin avait remarqué que l'émetteur d'une monnaie de réserve mondiale devait entretenir des déficits permanents afin de fournir au monde des réserves suffisantes pour les échanges commerciaux. Pourtant, une nation qui entretient des déficits sur une longue période finit par faire faillite. Dans ce contexte, faire faillite signifie que les partenaires commerciaux n'ont plus confiance en la valeur stable de la monnaie de réserve, et la rejettent pour s'orienter vers d'autres solutions. Les DTS règlent ce problème car l'émetteur, le FMI, n'est pas un pays et ne gère pas de déficits. La quantité de DTS émise n'est pas soumise aux limites de la confiance. Le FMI n'a pas de partenaires commerciaux susceptibles de rejeter sa monnaie. Le FMI englobe tous les partenaires commerciaux.

Les DTS ne sont pas émis dans le cadre d'une politique monétaire normale. Ils ne sont pas émis pour renflouer des entreprises individuelles, voire même des pays. La principale vocation des DTS est de fournir des liquidités sorties de nulle

part en cas de crise de liquidités ou de perte de confiance vis-à-vis d'autres formes de monnaies. Les DTS sont en fait une brigade de pompiers censée éteindre les incendies financiers.

Les DTS complètent parfaitement la glace-neuf. Lors de l'effondrement qui s'annonce, le système financier sera le premier à être gelé car les banques centrales sont incapables de rétablir les liquidités au sein du système tel qu'elles ont pu le faire par le passé. Le G20 convoquera une réunion d'urgence, comme il l'a fait en novembre 2008, et ordonnera au FMI de réinjecter des liquidités dans le système, via les DTS. Si cela fonctionne, les banques et les courtiers rouvriront progressivement leurs portes. Les clients auront le droit d'accéder à leur argent. Les transactions en espèces et les valeurs seront toujours libellées en dollar, euro, et yen. En marge de cette réussite, le monde aura changé. Pour le commerce et la finance, au plan mondial, les DTS – et non le dollar – seront le point, ou le numéraire, de référence.

Les dollars serviront de monnaie locale, un peu comme le peso mexicain. Toutes les monnaies locales seront mesurées en DTS et contrôlées par le G20. Ce contrôle émanera collectivement de la Chine, des États-Unis, de l'Allemagne, de la Russie et de quelques autres membres. Il s'agira d'une transition indolore que peu de gens comprendront. Assez rapidement, un solide marché obligataire des DTS apparaîtra et absorbera les réserves mondiales.

Cette transition s'est amorcée depuis des dizaines d'années. Les émissions de DTS en 1970-1972, 1979-1981, et 2009 illustrent le lent processus d'ingénierie sociale, pas à pas, défendu par Soros et consorts. Le 25 mars 2009, Tim Geithner, alors secrétaire d'État au Trésor, a déclaré qu'il ne s'opposait pas à une utilisation élargie des DTS. « Nous sommes vraiment très ouverts

à cela » a-t-il répondu à la question d'un journaliste concernant l'augmentation des émissions de DTS. Cette remarque n'a pas été considérée comme radicale : c'était juste un petit pas de plus vers la mort lente du dollar.

Un nouveau pas a été franchi en direction de la monnaie mondiale en novembre 2015, lorsque le Conseil d'administration du FMI a décidé d'intégrer le yuan chinois au panier des devises de référence des DTS. Les autres devises sont le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling. Cette décision était purement politique. Le yuan ne répondait pas aux critères exigés d'une véritable monnaie de réserve, et il est peu probable que ce soit le cas avant au moins dix ans. Une monnaie de réserve exige un marché obligataire liquide et profond, ainsi que des instruments de couverture, des financements de type « repo », des mécanismes de compensation et de règlement, et de bonnes règles de droit. Or la Chine n'a rien de tout cela. Sans l'infrastructure d'un marché obligataire, les détenteurs de réserves ont peu d'endroits où investir.

Pour autant, la symbolique politique de la décision du FMI est importante. L'effet recherché est de faire de la Chine un membre à part entière du système monétaire international. Quelques semaines à peine après la décision du FMI d'intégrer le yuan aux DTS, Paul Ryan, porte-parole de la Chambre américaine des représentants, a glissé une disposition dans la loi budgétaire, augmentant les droits de vote de la Chine au sein du FMI. Cela a entériné l'adhésion de la Chine au club sélect des pays qui dirigent le système monétaire international.

Ces victoires éclatantes du pouvoir chinois sont allées de pair avec les efforts frénétiques déployés par la Chine, depuis 2006, pour acheter de l'or, et que l'on peut considérer comme un droit d'entrée à ce club sélect. En public, les responsables américains

et ceux des autres principales puissances économiques dénigrent l'or. Pourtant, ces puissances en amassent pour être prémunies le jour où la confiance envers le papier-monnaie disparaîtra. Les États-Unis détiennent plus de 8 000 tonnes d'or, la zone euro plus de 10 000 tonnes et le FMI en détient presque 3 000 tonnes. Les acquisitions discrètes de la Chine, qui totalisent 4 000 tonnes, ainsi que celles qui sont en cours, lui confèrent un siège à la table des autres puissances détentrices d'or et de DTS.

L'un des côtés étranges de cet avènement des DTS en tant que monnaie mondiale, c'est que les particuliers n'y ont pas accès. Les DTS sont émis par le FMI et distribués à ses pays membres. Le FMI a également le droit d'émettre des DTS pour des organisations multilatérales telles que les Nations unies et la Banque mondiale. Ensuite, les Nations unies et la Banque mondiale peuvent affecter ces DTS à des infrastructures liées au changement climatique et au contrôle des flux de population. Les destinataires de DTS ne peuvent les employer que pour effectuer des règlements entre eux, ou se les échanger en contrepartie d'autres devises dont ils ont besoin. Les particuliers n'y ont pas accès – pas encore.

Avec le temps, un marché privé des DTS se développera. Les grandes entreprises telles que GE, IBM et Volkswagen émettront des obligations libellées en DTS. De grandes banques comme Goldman Sachs agiront en faiseur de marché, pour ces obligations en DTS et, en couverture, établiront des contrats de dérivés en DTS. Les dépôts bancaires en DTS se développeront de la même façon que les dépôts en eurodollar se sont développés dans les années 1960. Imperceptiblement, le dollar deviendra une monnaie locale comme toutes les autres. Les transactions importantes se feront en DTS. La monnaie mondiale est en train d'arriver sur la pointe des pieds.

Les *hedge funds* et les milliardaires issus des nouvelles technologies découvriront qu'ils ne sont milliardaires qu'en dollars. Le dollar lui-même sera dévalué par rapport à des DTS contrôlés par une petite clique de pays, et hors de portée des milliardaires et de leurs banquiers. La monnaie mondiale, cela signifie que la valeur du dollar sera décidée par le G20 et le FMI. Seul l'or est à l'abri.

La fiscalité mondiale

Pendant dix ans, en début de carrière, j'ai été conseiller fiscal international pour Citibank, puis pour l'une des plus puissantes banques privées. Citibank avait des succursales dans plus de pays que le ministère des Affaires étrangères ne comptait d'ambassades. La banque, sous la direction de son légendaire président Walter Wriston, constituait une plateforme encore plus vaste que le département d'État.

Au début des années 1980, mes collègues et moi avons travaillé sur une déclaration d'impôt qui exonérait Citibank de tout impôt à une époque où elle était extrêmement rentable. Wriston a fait objection. Il a dit que ce n'était pas bien que la plus grande banque des États-Unis ne paye pas d'impôts. Il nous a donné l'ordre de payer une modeste somme. « Inutile d'en payer trop ; deux ou trois pour cent, seulement. Cela fait mauvais effet, si nous ne payons rien. »

Nous maîtrisons l'art de *ne pas payer* d'impôts, mais en payer *peu*, c'était une autre paire de manches. Nous disposions de nombreux leviers. Nous recourions aux crédits d'impôt à l'étranger, aux crédits d'impôts pour investissements, ou aux dépréciations sur des Boeing 747 ainsi que le pipeline en Alaska,

dont nous étions légalement propriétaire mais que nous louions aux utilisateurs.

Pour réduire le montant de l'impôt, nous nous servions également d'obligations municipales exonérées d'impôt et de provisions pour pertes sur prêts discrétionnaires. Un palmier en plastique était posé à l'angle du troisième étage de notre siège social, au 399 Park Avenue. Il symbolisait Citibank Nassau, notre centre de traitement comptable défiscalisé, aux Bahamas, opérant depuis les bureaux voisins. Les Îles Caïman et les Antilles néerlandaises étaient également bien pratiques.

La difficulté, c'était que la déclaration d'impôt de Citibank était une machine bien huilée. Une fois qu'un levier était actionné, un autre pouvait bouger de lui-même en raison de l'interaction complexe des crédits, des déductions et des choix opérés au sein du code des impôts. Nous passions une année entière à régler cette machine. Or à présent, il fallait en démonter une infime partie sans en détruire le fonctionnement. Nous avons le temps et les talents nous permettant de payer l'impôt. Mais cette leçon ne m'a pas échappé. Pour les grandes entreprises complexes, payer des impôts n'est pas une exigence mais un choix.

Pour les nations développées et très endettées, rembourser la dette *n'est pas* un choix. Le service de la dette souveraine doit être honoré ou bien l'économie mondiale sombre dans le chaos. C'est avec les recettes fiscales que les économies développées préservent un semblant de solvabilité. En préservant cette apparence, les pays peuvent rembourser des dettes arrivées à échéance en souscrivant de nouveaux emprunts.

Cet écart entre la nécessité, pour un pays, de collecter l'impôt, et cette possibilité, dont disposent les entreprises, de ne pas en

payer, a abouti à une lutte occulte entre le pouvoir souverain et le monde des affaires. Le pouvoir souverain gagne toujours à la fin car les pays disposent d'outils déterminants, notamment la violence. Néanmoins, la capacité des entreprises à corrompre un pays via le lobbying est suffisante, à court terme, pour repousser le pouvoir de l'État.

Dans un système décentralisé comptant des pays développés à forte fiscalité et des paradis fiscaux, les entreprises multinationales trouvent aisément le moyen d'échapper à la fiscalité. Entre autres techniques classiques, figure le transfert vers des paradis fiscaux d'éléments de propriété intellectuelle, tels que les brevets et les logiciels. Une fois là-bas, ces éléments de propriété intellectuelle rapportent des royalties exonérées d'impôt dans leur nouveau pays d'accueil.

L'établissement de prix de transfert constitue une autre technique. Dans les pays à forte fiscalité, les entreprises règlent des frais exagérés à leurs succursales situées dans les pays à faible fiscalité. Cela déplace les recettes en direction des pays à faible fiscalité et engendre des déductions fiscales du côté des pays à forte fiscalité. D'autres techniques plus sophistiquées comprennent les centres de compensation, dans les pays à forte fiscalité, où sont comptabilisées les transactions internationales d'achats et de ventes. Les bénéfices et pertes issus de ces activités se compensent en avoisinant zéro, ce qui signifie qu'aucun impôt n'est dû dans le pays d'accueil. Les bénéfices bruts sont dispatchés un peu partout vers des contreparties situées dans des juridictions à faible fiscalité.

Les conventions fiscales transnationales constituent un terreau fertile pour l'évasion fiscale. Les paiements réalisés par les entreprises, tels que les intérêts, dividendes et royalties, se déplacent par-delà les frontières en fonction de la localisation

du payeur et du destinataire du règlement. Les pays imposent des retenues fiscales à la source sur ces paiements car elles n'ont aucun autre moyen de collecter des taxes auprès du bénéficiaire. Le payeur est tenu de régler la taxe à la source ; le bénéficiaire reçoit son paiement net de taxes.

La plupart des pays développés ont signé des conventions fiscales bilatérales avec leurs partenaires commerciaux, ce qui réduit parfois à zéro ces retenues fiscales à la source. En théorie, si le pays destinataire collecte l'impôt, il n'est pas nécessaire que le pays source le fasse également car cette double imposition est allégée par les crédits d'impôts. Pourtant si une centaine de pays signe des conventions fiscales bilatérales avec une centaine d'autres pays, on obtient une toile d'araignée comptant dix mille conventions contenant des conditions et taux légèrement différents.

Cette toile d'araignée est un immense terrain de jeu pour les avocats fiscalistes qui utilisent des transactions croisées pour revendiquer zéro retenue à la source sur le paiement initial et aucun impôt sur le revenu dans le pays d'accueil final.

Le crédit-bail fiscal est également un outil efficace. Les pays disposent de différentes règles permettant de décider si une transaction constitue un prêt ou un crédit-bail. Certaines transactions liées à de l'équipement peuvent être structurées comme des prêts dans un pays (afin de déduire les intérêts) et comme un crédit-bail dans un autre (afin de déduire l'amortissement). Les parties mangent aux deux râteliers : elles bénéficient des deux déductions sur le même équipement.

Le double râtelier prêt/credit-bail est associé à des structures croisées figurant dans les conventions fiscales et permettant d'échapper aux taxes dans de multiples juridictions. En tant que

conseiller fiscal de Citibank, j'ai constaté des triples râteliers, où un seul et même Boeing 747 était amorti en Afrique du Sud, au Royaume-Uni et en Australie simultanément. Les différentes juridictions n'ont jamais su ce qui leur arrivait.

J'ai utilisé d'autres structures afin de convertir un revenu ordinaire en plus-value dont le traitement fiscal est plus favorable. Les décotes sur ventes d'obligations occultent le paiement d'intérêts cachés intégrés dans la décote. Le report du paiement de l'impôt est aussi puissant que des taux bas car la valeur réelle de l'argent diminue avec l'inflation. En reportant sur dix ans le paiement d'un impôt dû, cela réduit radicalement le coût réel de l'impôt à la date du règlement.

Les dérivés, qui ne sont pas clairement abordés dans les conventions fiscales, viennent s'ajouter à cet ensemble afin d'enfumer les autorités fiscales. Dans les principaux pays développés, la mission des lobbyistes est de s'assurer que les lois demeurent inchangées.

Considérant tout ce qui est mentionné ci-dessus – le transfert de biens, l'établissement de prix de transfert, la compensation, les conventions fiscales, le crédit-bail, la conversion, les reports et les dérivés – il n'est pas étonnant que la collecte des taxes soit une passoire, pour chaque pays. La trésorerie des entreprises passe dans ce tamis avant d'arriver à la ligne du résultat. Les pays se retrouvent les mains vides.

Les élites de la politique aux États-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni et au Japon connaissent bien ces techniques. Elles ont fréquenté les mêmes écoles de droit et ont suivi les mêmes séminaires financiers que les conseillers des entreprises. Le va-et-vient professionnel qui s'opère entre les élites du gouvernement et des entreprises fait que les experts changent

constamment de bord, passant tour à tour de la perception des taxes à l'évasion fiscale, et inversement.

Cela fait partie des petits jeux de l'élite.

Si c'est un jeu, il n'amuse plus vraiment le G20. Le poids des dettes souveraines et l'incapacité à générer de la croissance ont conduit le G20 à s'investir d'une mission : mettre fin à l'évasion fiscale. Le plan de l'élite consiste à mettre au point une fiscalité mondiale via des actions coordonnées et le partage des informations. Une fois que les autorités fiscales d'un pays ont une visibilité sur toutes les facettes d'une transaction (au lieu de se contenter de la facette locale), cette transaction est bien plus facile à attaquer.

Cette mission de recouvrement de l'impôt a été déléguée au G7 (États-Unis, Japon, Royaume-Uni, France, Allemagne, Canada et Italie) par le G20. Le G7 héberge les entreprises les plus riches et aux taux d'imposition les plus élevés. C'est le G7 qui a le plus à perdre, en matière d'évasion fiscale, et qui est donc le plus motivé, s'agissant d'y mettre un terme.

Le G7 s'appuie sur l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) qui assure le secrétariat technique. Les élites du G20/G7 externalisent souvent leurs missions vers le FMI, mais ont parfois recours à d'autres organisations multilatérales pour assurer des tâches spécifiques. Les Nations unies sont le lieu privilégié pour toutes les questions liées au changement climatique. On s'appuie sur l'OCDE pour le plan de fiscalité mondiale car elle représente les économies les plus avancées et les plus motivées en matière de recouvrement fiscal.

Ce plan de fiscalité mondiale n'est pas nommé ainsi. Il serait trop cousu de fil blanc. On attribue des intitulés techniques à ces

plans afin d'en occulter les intentions. On nomme la monnaie mondiale « droits de tirage spéciaux » car cela a un côté anodin bien pratique. Le plan de fiscalité mondiale est intitulé BEPS, l'acronyme de *Base Erosion and Profit Shifting*¹⁸. Lorsque l'on fait référence au « BEPS de l'OCDE », dites-vous simplement qu'il s'agit du « plan de fiscalité mondiale de l'élite » et vous serez sur la bonne voie.

Les élites ne font aucun effort pour cacher leurs intentions. Elles communiquent autour, mais dans un jargon inintelligible, sur des sites obscurs peu consultés et encore moins compris. Voici ce que les leaders du G7, notamment Barack Obama et Angela Merkel, ont déclaré à propos de ce plan de fiscalité mondiale, le 27 mai 2016 :

Il est crucial que la mise en œuvre du Plan d'action du G20/OCDE, concernant l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfiques (BEPS), se déroule de façon régulière, cohérente et concertée... pour arriver à un terrain d'égalité mondial pour tous ceux qui sont engagés dans des activités économiques. Nous maintenons notre engagement visant à prendre la tête de ce processus, pour donner l'exemple. Afin d'assurer une mise en œuvre étendue des mesures du BEPS, nous encourageons tous les pays et juridictions concernés et intéressés à s'engager à mettre en œuvre les mesures du BEPS et à rejoindre ce nouveau cadre global...

Nous réaffirmons l'appel lancé par le G20 à tous les pays concernés, y compris toutes les places financières et juridictions en vue de mettre en œuvre... des mesures défensives pouvant être envisagées à l'encontre de juridictions qui ne coopèreraient pas...

18 Plan d'action concernant l'érosion de la base d'imposition et le transfert de bénéfiques

Nous attendons les premières propositions... concernant des façons d'améliorer la mise en œuvre de normes internationales, notamment la disponibilité d'informations liées à la propriété effective et aux échanges internationaux.

Malgré ce jargon assez dense, la signification est claire. Le G20 insiste pour que les transactions soient entièrement divulguées sur le plan mondial. Il utilisera ces informations afin d'appliquer le recouvrement des impôts selon ses propres conditions. Les juridictions qui refuseraient de coopérer encourent des « mesures défensives ». C'est une façon polie d'exprimer qu'elles seront exclues des canaux bancaires internationaux, et que leurs économies seront détruites à moins qu'elles ne jouent le jeu. Cette invitation à coopérer ou bien se faire écraser, est une mécanique de type *Cosa Nostra* parée de nouveaux atours.

L'évasion fiscale à laquelle se livrent les entreprises est un luxe que les économies développées ne peuvent plus s'offrir. Les sociétés multinationales détiennent plus de 7 000 Mds\$ de trésorerie, produit d'une évasion fiscale sophistiquée dont l'essentiel est amassé dans des paradis fiscaux. Cette trésorerie est une cible trop tentante pour que les élites gouvernementales la laissent filer, même si leurs copains de l'univers des entreprises en bénéficient. Un simple droit de péage de 25% sur ces 7 000 Mds\$ rapporterait 1 750 Mds\$ de nouveaux revenus au G7. Cet argent serait ensuite consacré à diminuer le poids de la dette souveraine.

Contrôler les entreprises une par une, une fois par an, est une tâche qui ne sert à rien. Les inspecteurs ne peuvent percer à jour qu'une poignée des techniques d'évasion fiscale utilisées par les entreprises. Mettre la pression sur les paradis fiscaux, individuellement, s'apparente au jeu de la taupe. La liste des paradis fiscaux est si longue – Îles Caïman, Malte, Chypre, Macao,

Île de Man, îles Vierges britanniques, etc. – que si l'on exerce une pression sur l'un, les entreprises transfèrent automatiquement leurs bénéfices vers un autre d'entre eux, grâce à quelques documents et une simple manipulation informatique.

Les paradis fiscaux résisteront quand même au changement de leurs lois intérieures. Dernièrement, des paradis fiscaux ont coopéré dans le cadre de programmes anti-blanchiment d'argent car le prix à payer pour tourner le dos aux activités « sales » est inférieur aux bénéfices retirés en conservant des entreprises saines telles qu'Apple et Amazon. Une fois que les activités « propres » seront sollicitées de tous les côtés pour l'application d'une fiscalité à taux zéro en toute légalité, alors les paradis fiscaux marqueront peut-être leur opposition et se rangeront du côté de leur clientèle d'entreprises.

La solution que le G7 a dans ses tuyaux, c'est la fiscalité mondiale. Cela commence avec une base de données centralisée contenant des informations fiscales partagées par les pays développés. L'évasion fiscale s'apparenterait alors à jouer au poker en montrant vos cartes. Vous pourriez jouer mais vous ne gagneriez jamais.

Le nouveau système de fiscalité mondiale qui se trame est assez sophistiqué. Actuellement, les autorités fiscales ont un problème : elles peuvent voir une facette des transactions se déroulant dans leur pays, mais ne peuvent voir les autres car la contrepartie se trouve dans un autre pays. Les autorités fiscales peuvent soumettre des requêtes pour accéder aux informations des autres juridictions. Les requêtes au cas par cas n'en demeurent pas moins fastidieuses et lentes. Le nouveau système de fiscalité mondiale est conçu pour en diminuer l'opacité et faciliter le traitement. La fiscalité mondiale est un inspecteur numérique automatisé.

Chaque contribuable, ainsi que ses succursales, se voit attribuer un numéro d'identification unique. Chaque type de transaction – royalties, intérêts, dividendes, etc. – se voit attribuer un identifiant. La contrepartie de chaque transaction est identifiée à l'aide de ce code unique.

Toutes les transactions des entreprises sont marquées de ces identifiants numériques et entrées dans une base de données commune. C'est un peu comme ces missions marines consistant à marquer des requins blancs puis à les relâcher. Même si le requin a l'air terrifiant, après avoir été relâché, les autorités savent toujours où le trouver.

La base mondiale de données fiscales sera accessible à tous les membres du système, notamment les pays du G20. Elle serait hébergée sur des ordinateurs à grande capacité gérant des algorithmes sophistiqués et des analyses prédictives. Comme le requin, les sociétés pourraient s'enfuir mais ne plus jamais se cacher.

Une fois que les ordinateurs auront identifié les proies, le G20 lancera l'offensive juridique. L'établissement de prix de transfert, le transfert d'actifs, le crédit-bail et les structures basées sur les conventions fiscales seront remis en cause par des dispositifs anti-fraude étendus. Si un paradis fiscal fait obstacle, ses connexions bancaires internationales seront verrouillées. C'est ce qui arrivé au Belize en 2015. Les banques internationales ont été forcées par le Trésor américain de rompre leurs relations avec leurs correspondants bancaires au Belize. Ce garrot opéré par le G20 a coupé l'oxygène financier du Belize et son économie s'est effondrée. Les banques du Belize ont rapidement coopéré avec le G20 concernant les demandes d'information, et l'oxygène financier a progressivement été rétabli. La publication des infâmes « Panama Papers », composés des listes de clients d'un

cabinet juridique facilitant l'évasion fiscale, constitue un autre exemple récent.

Qu'est-ce qui ne va pas, avec le recouvrement effectif de l'impôt ? Pourquoi les entreprises et les particuliers très fortunés ne payent-ils pas leur juste part ? Ils devraient. Cela dit, la notion de « juste part » est sujette à débat, et c'est une cible mouvante. Le G20 s'est lancé dans des emprunts non soutenables afin de sauver les principales banques via des *bail-out*. Cette dette doit être remboursée soit par la taxation directe soit par l'inflation –taxe dissimulée infligée aux épargnants. Les États du G20 ne vont pas pratiquer des taux d'imposition justes : ils appliqueront le taux nécessaire pour réduire la dette. Le taux ciblé par le G20 est considérablement plus élevé que le taux optimal, du point de vue de la croissance, en partie en raison de sa prodigalité passée. Les entreprises et les gens fortunés sont des cibles faciles que l'on peut frapper d'un impôt souverain.

Les États souverains sont insatiables. Une fois que l'on a engrangé suffisamment de taxes pour soutenir le poids de la dette à court terme, l'histoire nous montre que les États souverains affectent encore plus de dépenses à des intérêts qu'ils privilégient. Les dépenses ne sont jamais réduites. Les entreprises passent du stade de cible facile au plat que l'on mange cru. Celles qui réussissent se font piller sans cérémonie. À ce stade, l'optimisation souveraine consiste à prélever un maximum sans pour autant détruire l'entreprise.

Le BEPS est un nouvel outil puissant, dans le cadre de l'offensive fiscale que mène l'élite. Même sans BEPS, la guerre souveraine contre le contribuable est déjà bien avancée. En 2010, le projet de loi FATCA (*Foreign Account Tax Compliance Act*) a été entériné, aux États-Unis. Il exige de toutes les banques, dans le monde entier, de fournir à l'IRS (*Internal Revenue Service*),

les services fiscaux américains, des informations concernant les comptes des contribuables américains. Chaque banque doit s'inscrire à l'IRS et obtenir un numéro d'identification d'intermédiaire mondial (GIIN, pour *Global Intermediary Identification*). Les banques étrangères qui ne le font pas sont l'objet de représailles formelles et informelles, notamment par la clôture de leur compte auprès des banques américaines compensatrices correspondantes. Pour la plupart des banques, ne plus être en mesure de compenser les paiements en dollar via leurs correspondants équivaut à une condamnation à mort, alors elles se plient au diktat des États-Unis.

La loi FATCA permet au Trésor américain de passer des accords avec des pays entiers (les accords intergouvernementaux, ou IGA) plutôt que de négocier de banque à banque. Ces IGA obligent toutes les banques de ces pays à se plier à la loi FATCA. Les IGA sont mis en œuvre de façon coercitive. Les pays qui refusent de les signer encourent des retenues à la source sur les intérêts versés par le Trésor à leurs résidents. Les banques étrangères mettent la pression sur leurs propres gouvernements afin qu'ils signent les IGA. Les États-Unis ont mondialisé l'instauration de leurs propres obligations fiscales à l'aune de la mondialisation de leur collecte de taxes.

Le FMI, l'OCDE et le G20 ont tous approuvé cette démarche, à laquelle ils ont ajouté leurs propres exigences concernant la récupération d'informations internationales et le partage de ces données. Le communiqué de clôture du sommet de Brisbane (Australie), en novembre 2014, s'accompagnait de documents techniques décrivant la mise en œuvre du plan de collecte des données.

Des économistes de premier plan, dont Joseph Stiglitz et Thomas Piketty, se sont joints à la mêlée en plaidant en faveur

d'une taxation mondiale. Piketty, en participant, a avancé l'hypothèse que des taux d'imposition élevés ne font pas forcément obstacle à la croissance. Son hypothèse est criblée d'erreurs, mais elle a tout de même fait des émules au sein de l'élite mondiale. Piketty reconnaît que des taux d'imposition élevés ne permettent pas d'atteindre ses objectifs de redistribution si les recettes sont altérées par l'évasion fiscale. Il complète ses théories relatives à une imposition élevée par un appel à la fiscalisation mondiale, afin que les taxes qu'il suggère soient collectées de façon effective.

Cette souricière fiscale mondiale ne se limite pas à l'impôt sur le revenu. D'autres taxes sur transactions, notamment les impôts indirects, les taxes sur les ventes et la TVA, attirent les nations souveraines car elles sont collectées à la source sur des montants bruts, et ne se compliquent pas de calculs liés aux déductions. Comme la TVA peut être évitée en réalisant des achats dans les paradis fiscaux, elle est également mûre, au sein du G7, pour un partage des informations visant à s'attaquer à l'établissement de prix de transfert.

Lors d'un entretien récent que j'ai eu avec une avocate influente, spécialisée en fiscalité internationale, elle m'a confié que le Trésor américain avait « renoncé » à tenter de réformer l'impôt sur le revenu en raison de ses complexités et des difficultés à faire progresser cette réforme devant le Congrès. Par contre, le Trésor ainsi que les commissions parlementaires chargées de la fiscalité se sont concentrés, en coulisse, sur l'imposition d'une TVA, que l'on nomme aux États-Unis, « taxe sur les ventes nationales ». Le Japon a augmenté sa TVA de 60%, en avril 2014. Ces tendances font partie d'une démarche globale visant à passer de taxes appliquées sur des montants nets à des

taxes appliquées sur des montants bruts, plus simples à calculer et à collecter.

En fusionnant à l'échelle mondiale ce partage de l'information, les mises en application, et la taxation des montants bruts, les économies développées sont en mesure d'extraire un maximum de richesses des secteurs productifs vers les élites non productives. Cela continue jusqu'à ce que le système social s'effondre, sort commun à toutes les civilisations lorsqu'elles ont atteint une phase ultime de parasitisme de haut niveau.

Les progressistes qui considèrent les entreprises comme des acteurs autonomes indésirables devraient faire attention à ce qu'ils souhaitent. Les économistes s'accordent sur le fait que les entreprises ne supportent pas les véritables coûts de la taxation. Les entreprises ne sont que les agents d'un vaste réseau de clients, fournisseurs, investisseurs et salariés. L'offensive fiscale mondiale lancée sur les entreprises représente une offensive sur les capitaux privés. Cette offensive ne se limite pas non plus aux entreprises qui n'en sont que les cibles les plus visibles. Les techniques appliquées par le G20 aux entreprises peuvent être appliquées aux particuliers, également.

Le G20, sous la houlette des États-Unis, et agissant par l'intermédiaire d'agents du FMI et de l'OCDE, est bien engagé sur la voie du partage et de la collecte d'informations. Cela frôle la perfection. Lorsque ces données sont traitées par les ordinateurs les plus puissants, se servant d'algorithmes à la pointe du « data mining », les résultats représentent un véritable bond dans l'espace-temps, pour le gouvernement, en matière d'extraction de richesse exercée sur le secteur privé, qu'ils s'agisse d'entreprises ou de particuliers. Les exigences relatives au service de la dette souveraine accélèrent ce processus. La prodigalité des dépenses

publiques fait grimper les taux d'imposition dans une machine infernale où la recrudescence des dépenses publiques, des taux, des recettes et de l'endettement, est poussée au point de l'effondrement.

La taxation mondiale est là, à peine voilée. Bientôt, le voile se lèvera et l'extraction de la richesse commencera. Il n'y aura aucun endroit où se réfugier et aucun moyen de stopper la machine.

L'ordre mondial

Le nouvel ordre mondial n'a rien de nouveau. Depuis des millénaires, les civilisations trouvent des formes d'ordre mondial car, sinon, c'est le chaos. L'ordre s'accompagne rarement de liberté et de justice. L'ordre, pour l'essentiel, met un terme au désordre et réduit la violence. C'est ainsi que l'ordre trouve sa légitimité. Le prochain ordre mondial est en train d'apparaître.

Ce qui est inédit, c'est que le périmètre de l'ordre mondial n'est plus limité par un « monde » déterminé, tel que l'empire romain ou bien l'empire chinois. Le prochain ordre mondial englobera à la fois la planète ainsi que toutes les civilisations qu'elle contient.

L'ordre mondial romain comprenait l'Europe au sud du Danube, à l'ouest du Rhin, et la quasi-totalité de la Turquie, de l'Afrique du Nord et du Levant actuels. Il était fondé sur la conquête, le devoir civique, le service militaire et la vénération assidue de dieux approuvés par l'État. Comme au sein de n'importe quel ordre mondial, Rome était experte en bureaucratie et efficace dans sa collecte de taxes. Traditionnellement, Rome ne trouvait pas nécessaire de détruire tout ce qui se trouvait sur son chemin. Si les royaumes et cultures situés dans

la périphérie romaine acceptaient de souscrire à l'ordre romain, alors ils étaient libres de conserver leurs coutumes et religions locales. Les traités amicaux et le commerce proposés par les ambassades de Rome, comprenant le tribut, la paix et des droits commerciaux exclusifs, suffisaient à maintenir les légions romaines à distance. C'était une approche de type le bâton ou la carotte. Le commerce représentait la carotte et les légions le bâton. Cet ordre mondial est ce que Rome a le mieux exporté.

La chute de Rome a laissé place en Europe de l'Ouest à des périodes précédant les différentes phases du Moyen Âge, et au cours desquelles l'institution unifiant la civilisation fut l'Église catholique. Malgré tout, la portée de l'Église s'est atténuée et elle n'est pas parvenue à former un ordre mondial. L'émergence de l'empire de Charlemagne, au IX^e siècle apr. J.-C., appelée Renaissance carolingienne, représente un nouvel ordre mondial en partie réussi. Charlemagne a associé force militaire et religion tout en accentuant l'éducation, l'alphabétisation et la réforme monétaire, aux fins de constituer un ordre unifié qui englobait la partie occidentale de l'ex-empire romain ainsi que les territoires du nord et du centre de l'Europe qui n'avaient jamais été conquis par Rome. Ce nouvel ordre mondial a connu une brève réussite. Pourtant, il n'a pas duré au-delà des 75 ans suivant la mort de Charlemagne, en 814, et s'est à nouveau désintégré pour faire place au désordre.

À l'issue de la Première Renaissance, l'Europe s'est perpétuée, constituée d'un patchwork de royaumes féodaux et guerriers et de principautés, jusqu'à la Renaissance, du XIV^e à la fin du XVI^e siècle. Le Saint-Empire romain fut essentiellement une façade, à l'exception du demi-siècle entre 1506 et 1556, période à laquelle les couronnes de Bourgogne, Habsbourg et le Saint-Empire

romain se sont associés aux conquêtes du nouveau monde, sous le règne de Charles V.

L'héritage de Charles V s'est révélé aussi peu durable que celui de Charlemagne. L'empereur a abdiqué ses différents trônes. Ses territoires sont redevenus des royaumes séparés. Désormais, les guerres traditionnelles dont l'enjeu étaient les terres, les titres et la richesse s'emparèrent d'un autre élément : les profondes divisions religieuses entre les princes catholiques et ceux qui étaient protestants.

Les guerres de religion de la fin du XVI^e siècle ont atteint leur apogée avec la guerre de Trente Ans, au début du XVII^e siècle. De 1618 à 1648, l'Europe s'est déchirée lors de cette première démonstration de guerre totale depuis l'Antiquité. Les populations civiles ont été poussées à la famine et massacrées, tandis que des villes étaient détruites comme cela ne s'était plus produit depuis les païens. Les Traités de Westphalie mirent fin à cette désolation, et donnèrent lieu au système étatique moderne, constitué de souveraineté et de diplomatie, tel que nous le connaissons encore aujourd'hui.

Selon ces traités de Westphalie, les États existaient au sein de frontières définies. La souveraineté de chaque État était reconnue par les autres. Le principe de la non-ingérence fut adopté. Les différences de religion entre États furent tolérées – ils pouvaient être des monarchies ou des républiques. L'intérêt permanent de États, ou la *raison d'État*, fut le principe directeur gouvernant les relations internationales. Les guerres ne disparurent pas mais furent atténuées par la diplomatie et la politique de l'équilibre des forces. L'objet de l'équilibre des forces était d'empêcher un État de devenir puissant au point de conquérir les autres et de détruire l'ordre mondial.

Tout au long des XVIII^e et XIX^e siècles, la France a représenté la menace contre laquelle l'équilibre des forces a été maintenu. Dès la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e siècle, l'Allemagne et la Russie sont devenues les principales menaces. La Grande-Bretagne et, plus tard, les États-Unis, ont servi de principaux contrepoids : d'abord par rapport à la puissance française puis, par la suite, par rapport à celle de l'Allemagne et de la Russie.

Ce système de Westphalie s'est totalement effondré dans l'horreur des Première et Seconde Guerres mondiales. Au cours de la période de l'entre-deux guerres, de 1919 à 1939, un nouvel ordre mondial s'est construit sur les fondements d'organisations multilatérales telles que la Société des Nations. Cette démarche a échoué en raison des rancunes laissées par le traité de Versailles, qui a nourri un certain esprit de revanche chez les Allemands. Cette revanche fut donc inévitable.

Après la Seconde Guerre mondiale, un nouvel ordre mondial est apparu : le monde bipolaire de l'hégémonie exercée par les États-Unis et la Russie sur leurs empires respectifs. Les États-Unis ont opéré au travers d'alliances telles que celle de l'OTAN, soutenues par l'or, l'armement nucléaire et la puissance maritime. La Russie a agi au travers d'un empire constitué de territoires, l'Union soviétique, et d'États tels que Cuba, la Corée du Nord et le Nord du Vietnam.

Ce condominium comprenait des éléments du système de Westphalie, tels que le statut d'États, la souveraineté et la diplomatie, désormais renforcées par des institutions multilatérales qui avaient échoué pendant l'entre-deux guerres. Les Nations unies, le Fonds monétaire international, la Banque mondiale et, plus tard, le G20, furent la nouvelle méta-structure multilatérale imposée au système étatique afin de maintenir la paix, favoriser la croissance, et insuffler une stabilité monétaire.

Ce panorama est intentionnellement occidental. Ailleurs, les Mongols, la Chine et l'islam développèrent leurs propres ordres mondiaux. L'empire mongol qui, à son apogée, intégrait la Chine, a duré jusqu'aux XIII^e et XIV^e siècles. Les Mongols ont construit le plus vaste empire limitrophe de toute l'histoire, avant qu'il ne se désintègre en khanats plus modestes et en cultures locales. L'ordre mondial de la Chine se fondait sur le caractère divin de l'empereur, et sur une culture fermée excluant l'influence étrangère qualifiée de « barbare ». Les califats islamiques étaient basés sur la soumission à la volonté d'Allah, telle que révélée par la parole du prophète Mahomet et sanctionnée dans le Coran. Contrairement à la Chine, l'islam ne s'est pas isolé du monde ; il s'est étendu avec grand succès. Dès le VIII^e siècle, le califat Omeyyades s'étirait de l'Espagne à la rivière Indus, alors que l'islam lui-même a fini par s'étendre beaucoup plus loin, d'Afrique de l'Est à l'Indonésie, et encore au-delà.

Malgré la longévité et la portée géographique de la Chine et de l'islam, ces ordres mondiaux n'ont pas survécu au-delà du XX^e siècle en raison de leurs retards technologiques, de l'impérialisme occidental et de l'avènement de la guerre totale. Le dernier grand califat islamique, l'Empire ottoman, a fini par s'effondrer en 1922, après la Première Guerre mondiale. Les vestiges de cet empire ont été découpés par les diplomates européens, d'abord par l'accord secret Sykes-Picot, en 1916, puis par le traité de Versailles en 1919. L'ordre de la Chine impériale s'est effondré en 1912, avec la chute de la dynastie Qing, suivi par l'échec de la république, les guerres entre seigneurs de la guerre, l'invasion japonaise et la révolution communiste. Sans autre solution solide pour affronter l'Occident, la Chine et l'islam sont devenus secondaires aux yeux de ce monde bipolaire du traité de Westphalie, surgi après 1945. Pour la première fois de l'histoire, un ordre mondial intégrant toutes les nations apparut.

Henry Kissinger offre un brillant tour d'horizon de ce processus dans son livre, intitulé *l'Ordre du Monde*. Ce dont parle Kissinger est si vaste que l'on pourrait dire qu'il a identifié une impulsion vers un nouvel ordre régissant les relations internationales et s'opposant au désordre de la guerre et autres ravages provoqués par des personnalités aussi variées que celles de Napoléon et d'Hitler. Plus simplement, les conquérants provoquent le désordre alors que les peuples et la plupart des dirigeants préfèrent l'ordre. Aux antipodes du désordre se trouve l'ordre sous une forme ou une autre, que ce soit l'empire, comme dans le cas des Romains et des Carolingiens, ou bien le système étatique westphalien.

L'ordre ne présuppose pas la démocratie. L'ordre est une condition compatible avec différents systèmes de valeurs. La démocratie et la liberté sont désirables, et s'associent bien avec les systèmes économiques capitalistes. Pourtant, ces valeurs ne sont pas prisées de façon universelle. Curieusement, les ordres mondiaux défailants de la Chine et de l'islam sont réapparus au XXI^e siècle, le premier sous forme de bureaucratie communiste centralisée, et le second sous une forme radicale : le règne du terrorisme décentralisé. Ni la Chine ni les gouvernements islamiques n'encouragent la démocratie ou la liberté. Les valeurs socio-libérales doivent faire leur chemin dans le monde, si elles le peuvent, au travers de la culture et de l'éducation, sans être forcément assistées par un nouvel ordre mondial.

Le désordre s'est toujours manifesté de façon cinétique. Les coûts du désordre se comptabilisent en morts et en destruction. Via le remplacement du bronze par le fer, l'invention de la voile et de l'étrier et le remplacement des sabres par des fusils, l'une des constantes de la lutte entre ordre et désordre a pris une forme physique. La richesse, un complément clé à la guerre,

a également existé sous une forme physique : la possession de métaux précieux, de bijoux, d'œuvre d'art, de bétail ou de terres.

Pourtant, la compétition entre États et acteurs non étatiques s'accomplit de plus en plus sous forme numérique. Les exemples les plus évidents sont le piratage des systèmes informatiques réalisés par les cyber-brigades d'État et des gangs criminels. La limite entre les cyber-soldats et les criminels peut être « floutée » afin d'anticiper les représailles. Le blocage de l'accès aux services en ligne ne représente qu'un type d'attaque modéré. Il existe des intrusions plus graves consistant à contrôler des infrastructures plus cruciales telles que des barrages ou des réseaux électriques, afin de déclencher à volonté une inondation ou un blackout.

Les plus menaçantes, ce sont les attaques de virus introduits au plus profond des systèmes d'exploitation des places boursières, et qui attendent d'être activés dans le cadre d'une attaque de plus grande envergure. Ces virus dormants servent également à dissuader le pays hôte du système infecté de se livrer à une attaque. Un virus offensif de ce type, introduit par les services du renseignement russes, a été découvert à l'intérieur d'un système d'exploitation du NASDAQ, en 2010. Le virus a été désactivé. Personne ne sait combien de virus informatiques non découverts se tiennent en embuscade.

Les virus peuvent gommer des comptes clients sans laisser aucune trace. Si on les utilise de façon offensive, ces virus peuvent créer un flot incontrôlable d'ordres de vente sur des géants de la cote tels Apple ou Amazon.

La doctrine militaire qualifie cela d'attaques liées à des multiplicateurs de force. Un assaillant attend le jour où les actions ont déjà perdu 5% – disons 900 points sur l'Indice Dow Jones Industrial Average – puis lance une attaque afin d'amplifier

l'élan baissier. Cela peut produire une chute de 5 000 points en un seul jour sur le Dow, et la fermeture d'urgence du New York Stock Exchange. Cette perte de richesse quasi instantanée produit davantage de dégâts sur le moral du grand public que des bombardements conventionnels.

Les menaces numériques n'ont pas déplacé la violence physique. Les événements récents en Ukraine, en Syrie et en Libye, démontrent que la destruction physique, de même qu'une violence odieuse, restent un moyen d'accomplir des objectifs politiques et religieux. Les avertissements lancés par Kissinger, selon lesquels on doit recourir à la diplomatie, et seulement rarement à la guerre si nécessaire, tiennent toujours.

Pourtant la guerre virtuelle, notamment dans la sphère financière, s'est déplacée de la fiction à une réalité complexe à une vitesse époustouflante.

Quels sont les perspectives d'ordre et de désordre, de guerre et de paix, à l'ère du numérique ?

Selon les élites, cette nouvelle réalité exige un nouvel ordre mondial post-souverain et post-national. Cet ordre considère que la souveraineté et l'équilibre des forces – le cadre westphalien traditionnel – sont obsolètes. Alors que le nouvel ordre mondial apparaît, de nouveaux accords financiers et de nouvelles structures de gouvernance sont nécessaires afin de le soutenir. Ce nouvel ordre mondial offre un cadre au sein duquel la monnaie et la fiscalité mondiales peuvent être mises en œuvre.

Le changement climatique est un prétexte bien pratique pour mettre en œuvre un nouvel ordre mondial. Il est hors de propos de débattre du changement climatique. Les opinions sont passionnées dans les deux camps ; certains faits sont

scientifiquement établis et d'autres non. Les élites considèrent que le débat est clos afin de masquer un projet plus vaste. Pour les élites, une fois que l'on a défini un problème d'envergure mondiale, il appelle une solution d'envergure mondiale. Le changement climatique représente la plateforme idéale en vue de mettre en œuvre un calendrier occulte relatif à la monnaie et à la fiscalité mondiales.

Les initiatives liées au changement climatiques sont centralisées au sein des Nations unies, notamment via la Convention-Cadre des Nations unies sur les Changements Climatiques (CCNUCC) ainsi que les protocoles ressortant de cette convention. Pris isolément, le changement climatique n'a pas grand-chose à voir avec la monnaie mondiale. En fait, ils sont tous deux étroitement liés, dans le contexte d'un nouvel ordre mondial.

Tous les communiqués diffusés à chaque sommet réunissant les leaders du G20 – depuis la série initiée en novembre 2008 – font référence au changement climatique. Chaque réunion biannuelle du FMI, et bon nombre des déclarations de sa directrice générale, font référence au changement climatique et à la nécessité de le traiter sur un plan mondial.

Les Nations unies ont lancé un projet en vue de mettre la main sur le système financier et de rediriger les capitaux vers ce qu'elles définissent comme du développement durable. En octobre 2015, les Nations unies ont publié un rapport de 112 pages intitulé « Le système financier dont nous avons besoin ». L'une des recommandations du rapport contient notamment un avis concernant « l'exploitation des bilans publics ».

Le 25 avril 2016, Andrew Sheng (membre du conseil consultatif « Finance durable » du programme des Nations unies

pour l'environnement) a étalé au grand jour le plan de l'élite concernant la monnaie mondiale dans un article coécrit intitulé « How to finance Global reflation¹⁹ ». Voici ce que dit cet article :

En fait, l'investissement dans les biens publics mondiaux – à savoir, l'infrastructure nécessaire pour répondre aux besoins des pays en développement et atténuer les changements climatiques – pourrait stimuler la relance mondiale. On estime que 6 billions de dollars d'investissements en infrastructures seront nécessaires chaque année au cours des 15 prochaines années pour lutter contre le réchauffement global... Alors que les États-Unis, l'émetteur de la principale monnaie de réserve du monde, refusent ou sont incapables de fournir la liquidité nécessaire pour combler le déficit d'investissement en infrastructures, une nouvelle monnaie de réserve additionnelle devrait être mise en place – une monnaie dont l'émetteur n'aurait pas à affronter le dilemme de Triffin. Cela laisse une seule possibilité : le droit de tirage spécial du Fonds monétaire international (DTS)... une expansion progressive du rôle du DTS dans la nouvelle architecture financière mondiale, visant à rendre le mécanisme de transmission de la politique monétaire plus efficace, peut être réalisée sans désaccord majeur. En effet, sur le plan conceptuel, une augmentation de DTS équivaut à une augmentation du bilan de la banque centrale mondiale (un assouplissement quantitatif) ... Prenons le scénario suivant : les banques centrales membres augmentent leur allocation de DTS au FMI à concurrence de, disons, 1 billion de dollars. Un effet de levier de 5 pour 1 permettrait au FMI d'augmenter, soit les prêts aux pays membres, soit les investissements en infrastructures au travers des banques multilatérales de développement, pour un montant d'au moins 5 billions de dollars. En outre, les banques

19 Comment financer la relance mondiale

multilatérales de développement pourraient tirer parti de leurs fonds propres en empruntant sur les marchés financiers... Le FMI et les grandes banques centrales devraient profiter de ces nouvelles connaissances, et fournir des capitaux et des liquidités contre des prêts à long terme pour financer des investissements en infrastructures...

Les liens entre changement climatique, DTS, le FMI, la Banque mondiale et la nécessité d'une coordination mondiale ne peuvent être plus clairs.

La transition vers ce nouvel ordre mondial, fondé sur la richesse numérique et la monnaie mondiale, plutôt que sur une souveraineté westphalienne, est mal dégrossie. Des États importants, tels que la Russie et l'Iran sont activement hostiles à l'Occident. Des tensions montent entre les États-Unis et la Chine. Des États voyous, tels que la Corée du Nord, et des États en faillite tels que le Venezuela, sont les exceptions qui confirment le plan de l'élite.

Du point de vue de ces pays voyous et conflictuels, la domination du dollar US numérique autorise une hégémonie américaine inacceptable. Sous la houlette de la Chine, les économies émergentes élaborent d'autres systèmes de paiement numérique, afin d'éviter de dépendre des États-Unis. Ils acquièrent également des milliers de tonnes d'or physique (actif non numérique) que les États-Unis ne peuvent ni pirater, ni geler. Ces réserves massives d'or représentent moins de 10 000 tonnes, actuellement. Cela ne rivalise pas encore avec les 22 000 tonnes d'or détenues collectivement par les États-Unis, l'Europe et le FMI. L'or va continuer de se déplacer d'ouest en est au cours des années à venir afin d'équilibrer la balance.

Un monde financier bipolaire pourrait émerger, au sein duquel l'Asie, l'Afrique et l'Amérique du Sud – sous la houlette de la Chine et de la Russie et avec le soutien de l'Iran et de la Turquie – utiliseraient un système de paiement numérique, alors que les États-Unis, l'Europe et les pays de l'ex-Commonwealth en utiliseraient un autre. Chaque système serait adossé à environ 20 000 tonnes d'or, soit un écho inquiétant aux luttes de la guerre froide visant une parité nucléaire, et à celles, encore plus anciennes, dont l'enjeu était l'équilibre des forces.

Pourtant, et en raison du désordre potentiel qu'il pourrait créer, ce n'est pas le scénario le plus probable. La Chine souhaite intégrer le club de l'Occident sur un pied d'égalité, et non le détruire. L'un des scénarios les plus probables consisterait à appliquer une technique connue sous le nom de stratégie du choc. Les États-Unis, piégés par la prochaine crise financière et incapables désormais de défendre la position privilégiée du dollar, se tourneront rapidement vers un FMI réformé et donnant plus de poids à la Chine. Ce nouveau FMI, sous la direction du G20, réinjectera des liquidités dans un monde en crise, en émettant massivement des DTS. Les priorités liées au changement climatique seront promptement mises en œuvre. Des régimes fiscaux destinés à financer les infrastructures liées au changement climatique seront imposés. Avec le partage de l'information et une coopération au niveau mondial, les entreprises et les particuliers n'auront plus aucun endroit où aller se réfugier. Une action coordonnée sous forme d'extraction de la richesse mondiale supplantera l'ancienne pratique de la concurrence économique entre États souverains. Les élites internationales du pouvoir se partageront le butin.

Le plan des élites est dressé. Elles attendent désormais un nouveau choc.

La stratégie du choc

Le livre de Naomi Klein paru en 2007, *La Stratégie du Choc*, a rendu populaire une technique que les élites utilisent afin de faire avancer leurs plans occultes. Les élites élaborent des plans concernant l'ordre mondial qu'elles désirent. Elles attendent qu'un choc exogène se produise – une catastrophe naturelle ou bien une crise financière – puis utilisent la peur provoquée par le choc afin de faire avancer leurs idées. Une nouvelle politique est alors présentée comme solution, atténuant la peur. Cette politique est un moyen de faire avancer leur plan relatif à l'ordre mondial. L'idée est simple, et pourtant, l'application de la doctrine du choc implique des décennies d'efforts persistants. Les chocs se produisent de façon aléatoire, et le plan de l'élite ne disparaît jamais.

Naomi Klein a révélé ce processus du point de vue d'un *outsider*. Mais un *insider* par excellence, le chef de cabinet du président Obama, Rahm Emanuel, reconnaît cette doctrine du choc et a déclaré la chose suivante : « il ne faut jamais gaspiller une bonne crise ». C'était en réaction à la crise financière de 2008.

Le président Obama et Emanuel ont utilisé la crise de 2008 pour faire voter un plan de dépenses de « stimulus » de 813 Mds\$ le 17 février 2009. C'est un cas d'école, en matière de doctrine du choc. Ce plan n'a fourni aucun stimulus et la relance enregistrée depuis 2009 est la plus faible de toute l'histoire des États-Unis. Ce plan de dépenses a favorisé largement les électeurs privilégiés, notamment les professeurs, syndicalistes et fonctionnaires du gouvernement. Ces électeurs ont attendu huit ans, la durée du mandat de Bush, pour recevoir leurs cadeaux. En matière de doctrine du choc, la patience est payante.

Un autre exemple de stratégie du choc lourde de conséquence fut l'entrée en vigueur du Patriot Act, le 26 octobre 2001, au lendemain des attentats du 11 septembre. Le Patriot Act contenait des améliorations nécessaires en matière de partage des informations entre le FBI, la CIA et les chambres d'accusation. Il était urgent d'assouplir certaines normes liées à la surveillance, à l'époque.

Pour autant, le Patriot Act a permis la codification d'une liste de *desiderata* propre à un « état de surveillance », et qui a évolué sous les radars pendant un certain temps. Les dispositions du Patriot Act avancées par le Trésor américain afin de bloquer les fusions bancaires et saisir des actifs avaient plus à voir avec la guerre contre le « cash » menée par le Trésor, qu'avec Al Qaida. Ces dispositions ont été prélevées sur l'étagère où le Trésor range sa liste de *desiderata*, et ajoutées à l'extension des pouvoirs objet de cette loi. Désormais, le Patriot Act est une menace excessivement vaste et permanente, utilisée en vue de pratiquer une surveillance d'État sur des ennemis politiques. Selon la doctrine du choc, pour le Trésor, il suffisait d'un choc et celui-ci est intervenu le 11 septembre 2001.

Le nouvel ordre mondial est conçu sur mesure afin d'appliquer la stratégie du choc. Comme pour toutes les applications de cette doctrine, les éléments correspondant au but recherché existent déjà, attendant qu'un nouveau choc permette de les amplifier et les rendre permanents. Le FMI a tout d'une banque centrale mondiale sauf le nom. Les DTS sont une monnaie mondiale sous une forme qui échappe aux citoyens. Le G20 est, *de facto*, le « conseil d'administration » de ce nouvel ordre mondial. L'élimination et la criminalisation des espèces, même lorsque ceux qui les détiennent sont innocents, garantit qu'il n'y ait pas d'autres solution que de recourir au paiement numérique. La

richesse virtuelle peut être pistée, taxée et coupée en s'appuyant sur des comportements dociles tels que définis par les élites mondiales. Le système est prêt pour déclencher la prochaine stratégie du choc.

La stratégie du choc s'apparente à un cliquet qui tourne dans une direction puis se verrouille. Il peut tourner à nouveau dans la même direction, mais il ne peut jamais revenir en arrière. Les politiques adoptées selon la stratégie du choc persistent plus longtemps que l'urgence qui les a engendrées. La tendance s'oriente obstinément vers une puissance accrue de l'État, un surcroît de fiscalité et moins de liberté.

La doctrine du choc est un outil idéal pour mettre en œuvre ce que le philosophe Karl Popper a appelé « l'ingénierie sociale pas à pas ». À l'heure actuelle, George Soros est le principal défenseur de Popper. Le principal outil d'ingénierie sociale qu'utilise Soros sont les Fondations Open Society, en hommage au livre le plus célèbre de Popper, *La société ouverte et ses ennemis*²⁰

Les élites sont conscientes que leurs opinions ne sont pas largement acceptées au sein des sociétés démocratiques. Les élites se rendent compte que leurs programmes doivent être mis en œuvre par petites étapes sur des décennies entières, afin d'éviter les réactions violentes. La stratégie du choc permet de modérer l'opinion par ailleurs anti-élite. Lorsque le choc arrive, les élites agissent immédiatement en vue de mettre en œuvre une nouvelle étape de leur programme. La mission cruciale consiste à agir vite avant que le choc ne s'estompe. Le cliquet en question garantit que les gains de l'élite ne soient pas abandonnés de sitôt. Le processus entre en rémission jusqu'au choc suivant.

20 The Open Society and its Enemies

D'où la véritable typologie de l'élite mondiale : une structure faite de sphères flottantes qui entrent en intersection. La communication passe par les conférences et les super vecteurs qui transmettent les concepts entre les différentes sphères. Le contenu provient des intellectuels ayant pignon sur rue. Leur ciment, ce sont les idées qu'ils partagent. Leur force, c'est la patience. Leur méthode, c'est l'ingénierie sociale pas à pas. Leur scalpel, c'est la stratégie du choc. Le cliquet est garant de leur réussite ultime. Tout cela ne sert qu'un plan et un seul : une seule monnaie, un seul monde, un même ordre.

Le désert de l'esprit

CHAPITRE 3

*« Keynes me demanda ce que je conseillais
à mes clients.*

*De s'isoler le plus possible de la crise
qui s'annonce et d'éviter les marchés »,
lui répondis-je.*

Keynes pensait tout le contraire.

*« Nous ne connaissons plus de crises de notre
vivant », insista-t-il.*

« ... Et d'où viendrait le krach, de toute façon ? »

*« Le krach proviendra de l'écart entre les
apparences et la réalité. Je n'ai jamais vu de tels
signes de tempêtes s'accumuler », lui-dis-je.*

**1927, conversation entre Keynes et Felix Somary
extraite du livre de Felix Somary, *The Raven of Zurich*
(1986)**

Rien ne révèle plus facilement les mystères des marchés financiers que la théorie de la complexité. Cette théorie date réellement des années 1960 mais l'observation des dynamiques complexes existe depuis l'origine de l'humanité. En observant une supernova dans le ciel nocturne, un astronome de l'Antiquité pouvait voir la complexité en pleine action. Jamais la complexité n'a été utilisée dans une telle situation d'urgence qu'à Los Alamos, au Nouveau Mexique, dans les années 1940.

Los Alamos

Le trajet en voiture, du centre-ville de Santa Fe (Nouveau-Mexique) au laboratoire national de Los Alamos, s'effectue dans un paysage désertique mais splendide. La route qui serpente à travers le désert monte légèrement en raison de la différence d'altitude entre le laboratoire et la ville. Aujourd'hui, l'autoroute a été améliorée et n'a plus rien à voir avec les pistes de terre qu'ont dû parcourir les premiers scientifiques de Los Alamos, venus travailler fin 1942 sur le « Manhattan Projet ». Le paysage alentour alterne entre les canyons et les plateaux, désert rose au sommet et coins sombres en contrebas.

Ce qui est étrange, dans ce parcours, c'est que l'on y croise rarement des gens en excursion, de camping-cars, remorques à bateau et autres voyageurs typiques que l'on croise sur les routes d'Amérique. En arrivant à un certain carrefour, la route ne mène plus qu'à un seul endroit : le laboratoire lui-même. Et il n'y a aucune raison de se trouver sur cette route, à moins d'avoir un laissez-passer permettant d'entrer dans l'une des zones les plus sécurisées de la planète.

Le LANL (Los Alamos National Laboratory) fait partie des dix-sept laboratoires nationaux conçus spécifiquement pour la

recherche et le développement de pointe dans les domaines des nanotechnologies, matériaux, supercalculateurs, magnétisme, énergies renouvelables et science fondamentale. Los Alamos est l'un des trois seuls laboratoires spécialisés en armement nucléaire, avec Sandia, à Albuquerque (Nouveau-Mexique) et Lawrence Livermore, à Livermore (Californie).

Le travail de ces laboratoires nationaux est complété par un réseau de laboratoires privés, le plus souvent rattachés à des universités prestigieuses, qui réalisent sous contrat avec l'État des recherches classées confidentielles et observent les mêmes protocoles de sécurité très stricts. Ces protocoles comprennent des périmètres de sécurité, des accès limités et des habilitations de sécurité au niveau secret-défense pour ceux qui ont accès aux informations les plus sensibles. Le laboratoire de physique appliquée (Applied Physics Laboratory) de l'université John Hopkins est le plus célèbre de ces laboratoires privés. Le laboratoire de la propulsion par réaction (Jet Propulsion Laboratory), près de Los Angeles (Californie), est un modèle hybride public-privé, financé par la NASA et exploité par le California Institute of Technology.

Tous réunis, ces laboratoires publics et privés forment une sorte d'archipel dédié à la recherche, qui s'étend d'une côte à l'autre des États-Unis, et permet au pays d'avoir une longueur d'avance sur les Russes, les Chinois et autres rivaux, en matière de systèmes cruciaux pour la défense, l'espace et la sécurité nationale. C'est ce qui donne l'avantage à l'Amérique dans le domaine des affaires étrangères.

Le LANL est le joyau de la couronne. Ce n'est peut-être pas le plus ancien mais au fil des décennies, depuis sa création, il a réalisé les tâches les plus cruciales.

Au commencement, en 1942, ce laboratoire faisait partie des différents sites du Manhattan Project qui ont développé la bombe atomique, laquelle a permis de mettre un terme rapidement à la Seconde Guerre mondiale et peut-être sauvé des millions de vies aussi bien du côté des Américains que de celui des Japonais.

Au cours des années suivant les premières bombes atomiques, Los Alamos a été une composante essentielle de la course à l'armement qui s'est déroulée ensuite, face aux programmes d'armement nucléaire russes puis chinois.

Les technologies permettant la fabrication des bombes atomiques ont progressé rapidement, passant des armes à fission relativement grossières de 1945 aux armes thermonucléaires conçues dans les années 1950 et 1960. Ces bombes plus récentes ont utilisé de la fission afin de provoquer une implosion secondaire par fusion, libérant beaucoup plus d'énergie et atteignant un nouveau palier de destruction.

Ces avancées en termes de technologie et de puissance destructrice ne sont pas une fin en soi. Elles sont motivées par de nouvelles doctrines de guerre nucléaire conçues en premier lieu à la RAND Corporation, puis développées à l'université de Harvard ou d'autres écoles prestigieuses. Cette doctrine, appelée *Mutual Assured destruction* (MAD)²¹ est le produit de la théorie du jeu selon laquelle les participants basent leurs actions sur les réactions prévisibles des autres participants qui, à leur tour, agissent en se basant sur les réactions prévisibles de l'acteur initial, et ainsi de suite de façon récursive, jusqu'à ce qu'un équilibre comportemental soit atteint.

21 L'équilibre de la terreur

La RAND Corporation a découvert que gagner la course à l'armement nucléaire était déstabilisant et pouvait aboutir à une guerre nucléaire. Si les États-Unis ou la Russie concevaient suffisamment d'armes nucléaires pour détruire l'autre dès la première frappe, sans que la victime n'ait la possibilité de riposter, la motivation de la superpuissance en présence serait de lancer la première frappe, et de gagner la guerre. Attendre qu'un adversaire moins puissant atteigne une capacité de première frappe décisive semblait moins intéressant que frapper en premier.

L'une des solutions consistait à ce que chaque camp conçoive davantage d'armes. Si un adversaire attaquait, un bon nombre des armes de la victime survivraient à cette première frappe. Cela offrait une capacité de seconde frappe suffisante pour détruire l'attaquant. Les acteurs de la guerre froide ont nommé ce modèle « les deux scorpions enfermés dans une bouteille ». Chaque scorpion pouvait piquer mortellement l'autre. La victime aurait encore juste assez de forces pour riposter par réflexe contre l'attaquant avant de mourir. Les deux mourraient. On espérait que les dirigeants des pays agiraient de façon plus rationnelle que les scorpions, et éviteraient de frapper en premier lieu. Un équilibre approximatif ou « équilibre de la terreur » s'est établi, et prévaut jusqu'à présent.

Les pires moments de la course à l'armement nucléaire sont peut-être passés, mais la menace nucléaire n'a pas disparu. Le LANL demeure le centre de technologie et d'essai de l'armement nucléaire.

Ce laboratoire est l'un des sites les plus sécurisés sur terre. Il est perché au sommet d'un plateau (« mesa ») et entouré d'un cirque rocheux de 150 mètres cerné de multiples périmètres de sécurité. L'espace aérien est restreint, bien qu'il y ait une piste

d'atterrissage à proximité pour les vols habilités. Lorsque l'on arrive en véhicule, il faut passer des postes militaires de contrôle et porter un badge approprié, indiquant l'habilitation ou le statut de résident ou de travailleur habilité. Un intrus tentant d'arriver à pied devrait parcourir des kilomètres de désert, dévaler des canyons, escalader les parois du plateau et pénétrer dans un périmètre de sécurité. Des détecteurs de mouvement et de bruit, ainsi que des capteurs infrarouges et des forces de sécurité lourdement armées garantissent qu'aucun visiteur indésirable ne puisse parvenir jusque-là.

Le 8 avril 2009, je me trouvais dans un minibus du gouvernement américain, en compagnie de scientifiques et d'experts en sécurité nationale invités à assister à des conférences classées confidentielles concernant les nouvelles initiatives du LANL. Alors que nous nous approchions par une route d'accès partant de Santa Fe, le laboratoire et sa cité administrative ont surgi au loin, luisant dans la chaleur trouble du désert. La cité se détachait dans tout son isolement. Ce jour-là, mes compagnons et moi ne venions pas à Los Alamos pour étudier les armes nucléaires, mais pour rechercher des solutions au dilemme des effondrements financiers systémiques.

Le capital et la complexité

Les systèmes d'une réaction en chaîne nucléaire et d'un effondrement boursier présentent des dynamiques similaires. Tous deux illustrent la complexité en pleine action. Il y a une passerelle entre Los Alamos et Wall Street. Peu de gens l'empruntent si l'on en croit les modèles d'équilibre obsolètes qui dominent toujours les politiques des banques centrales et la gestion des risques dans le secteur privé.

La version moderne de la théorie de la complexité a débuté en 1960 avec les travaux d'Edward Lorenz, un mathématicien et météorologue du MIT. Lorenz modélisait des flux atmosphériques et il a découvert que d'imperceptibles changements intervenant sur les conditions initiales provoquaient des résultats totalement différents. Dans un article fondateur de 1963, Lorenz décrit ses résultats :

Deux états imperceptiblement différents peuvent, au bout du compte, évoluer en deux états considérablement différents. Si l'on commet alors la moindre erreur en observant l'état actuel – or dans tout système réel, de telles erreurs semblent inévitables – il pourrait bien être impossible de prédire de façon acceptable un état instantané situé dans un futur lointain. Prévoir le futur assez lointain est impossible selon toutes les méthodes connues, à moins de connaître avec exactitude les conditions actuelles. Vu le caractère inévitablement imprécis et lacunaire des observations, des prévisions précises à très long terme semblent irréelles.

Lorenz a écrit ces lignes à propos de l'atmosphère, et pourtant ses découvertes s'appliquent largement aux systèmes complexes. Les recherches de Lorenz sont à l'origine du célèbre *effet papillon*, selon lequel un ouragan est déclenché par le battement d'aile d'un papillon, à des milliers de kilomètres de là. L'effet papillon est une science rigoureuse. La difficulté, c'est que tous les papillons ne provoquent pas un ouragan, et tous les ouragans ne sont pas provoqués par des papillons. Malgré tout, il est utile de savoir que les ouragans surviennent de façon imprévue pour des raisons inattendues. On peut dire la même chose des effondrements de marché.

Ce n'est pas parce que l'origine précise d'un ouragan spécifique ne peut être prévue à l'avance que la probabilité qu'un ouragan frappe Miami peut être sereinement ignorée.

À Miami, les ouragans représentent une quasi-certitude. Les précautions sont toujours de rigueur. De même, le fait que des crises boursières spécifiques ne puissent être prédites au jour près ne signifie pas que l'on ne puisse avoir de solides indications concernant leur ampleur et leur fréquence. C'est possible. Les régulateurs, qui dédaignent ces indications, ne tiennent pas compte des alertes à l'ouragan alors qu'ils vivent dans des bungalows situés au-dessous du niveau de la mer et susceptibles d'être rapidement inondés.

La complexité, et le domaine de la théorie du chaos qui s'y relie, sont deux branches appartenant à des sciences plus vastes : les mathématiques non linéaires et l'analyse des systèmes sujets aux états critiques. Los Alamos est à la pointe de ces domaines depuis sa création. Dans les années 1970, c'est sur le plan informatique que des avancées considérables ont été réalisées en s'appuyant sur des travaux remontant aux années 1940 et 1950, et réalisés par des personnages emblématiques tels que John von Neumann et Stanislaw Ulam.

Des concepts théoriques ont été soumis à une colossale puissance de calcul afin de simuler des phénomènes tels que la turbulence. Contempler le courant tumultueux d'une rivière au soleil couchant est une expérience esthétique ; les poètes tentent d'en saisir la beauté noétique. Il n'en demeure pas moins qu'il est extrêmement difficile d'écrire une équation qui modélise précisément le flux, le reflux et les tourbillons de chaque molécule H_2O de la rivière, pas seulement à un moment donné, mais de façon dynamique au fil du temps. En matière de dynamique des systèmes, décrire les turbulences de l'eau fait partie des problématiques les plus herculéennes que l'on connaisse. Los Alamos s'attache précisément à résoudre ce type de difficultés.

Il existe un grand nombre de systèmes complexes que l'on appréhende mieux en utilisant des modèles non linéaires et de l'état critique. Le climat, la biologie, les éruptions solaires, les feux de forêt, les embouteillages et autres comportements naturels, ou fabriqués par l'homme, peuvent être décrits en utilisant la théorie de la complexité. Les observations de Lorenz, selon lesquelles il n'est pas possible d'établir des prévisions à long terme au sein de systèmes non linéaires, étant donné les imperceptibles différences intervenant sur les conditions initiales, ne signifient pas qu'aucune information précieuse ne peut être extraite de ces modèles.

L'application de la théorie de la complexité est interdisciplinaire. Les systèmes complexes ont tous un comportement en commun, mais leurs dynamiques sont propres à chaque domaine. Une équipe décidant d'appliquer la complexité doit intégrer des physiciens, des mathématiciens, des concepteurs de modèles informatiques et des experts du domaine étudié. Les biologistes, climatologues, hydrologues, psychologues et autres experts de différents domaines travaillent avec des théoriciens de la complexité afin de modéliser des systèmes spécifiques.

Les experts financiers ont tout à apprendre s'agissant de ce type de *team science*²². Ma visite à Los Alamos s'inscrivait dans une démarche visant à combler le vide entre la théorie de la complexité et les marchés financiers. Le LANL et le CNLS ont développé une boîte à outils contenant des méthodes mathématiques susceptibles d'être appliquées à différents ensembles de problèmes, et intégrant des modifications spécifiques à chaque problème. La conception de ces outils

22 Approche collaborative réunissant différents domaines scientifiques et champs d'expertise

faisait partie de la mission centrale du LANL, dans le domaine de l'armement nucléaire. Mon rôle était d'apprendre comment les utiliser à Wall Street.

L'un des problèmes les plus importants que traite ce laboratoire porte sur la préparation et le potentiel de l'arsenal nucléaire américain. Les armes nucléaires sont conçues et réalisées selon des spécifications contraignantes. Cependant, même les réalisations les plus méticuleuses exigent d'être testées afin d'identifier les défauts et de suggérer des améliorations.

Il arrive que les armes conventionnelles n'explorent pas comme souhaité. Mais elles peuvent être facilement remplacées en cas de besoin et présentent peu de contraintes de test. Mais si un adversaire devait penser que les armes nucléaires américaines n'explorent pas, les conséquences seraient bien plus graves. Si un ennemi pensait que l'arsenal nucléaire américain n'est pas fiable, il pourrait être tenté d'effectuer une première frappe. Cette pensée est très déstabilisante. Afin de préserver l'équilibre de la terreur et la dissuasion, les États-Unis et le monde exigent un niveau de garantie élevé assurant que les armes nucléaires américaines fonctionnent bien comme prévu. La dernière fois que les États-Unis ont testé une arme nucléaire par détonation remonte au 23 septembre 1992 : il y a un quart de siècle, pratiquement. Alors comment les États-Unis testent-ils leurs armes nucléaires, notamment les nouvelles versions, plus compactes, sans les faire exploser ?

La solution utilisée par le LANL consiste à déclencher des explosifs conventionnels afin de simuler certaines dynamiques d'implosion des armes nucléaires, tout en testant de nouvelles dynamiques de fusion atomique à des niveaux subcritiques. On réalise des essais dits « hydronucléaires » libérant une énergie inférieure à 0,1 tonne. Ces prototypes sont également

testés lors de simulations informatiques rassemblant les données d'explosions précédentes ainsi que des données issues d'expérimentations récentes et de progrès théoriques. Ces simulations sont réalisées sur les supercalculateurs les plus rapides et les plus puissants du monde. En fait, les armes nucléaires explosent sur ordinateur.

Les modèles utilisés pour réaliser ces essais comptent parmi les plus complexes jamais conçus. Ma mission était d'observer de quelle façon ces modélisations et cette puissance informatique pouvaient s'appliquer à d'autres types d'explosions : les krachs financiers.

Les statistiques bayésiennes constituent un bon point de départ pour réaliser ce travail. On les appelle parfois « inférence causale ». Cette branche des statistiques repose sur le théorème de Bayes, publié en 1812 par le mathématicien français Pierre-Simon Laplace qui s'est appuyé sur une découverte du pasteur presbytérien Thomas Bayes, publiée à titre posthume en 1761.

Le théorème de Bayes est surtout utile lorsque les données sont peu nombreuses ou qu'un problème est confus et ne se prête pas aux méthodes statistiques conventionnelles, gourmandes de données et faisant intervenir les régressions et la covariance. Les méthodes de Bayes sont utilisées à la CIA et au sein d'autres services du renseignement afin de résoudre des problèmes dans un contexte où l'information est limitée.

Après le 11 septembre 2001, la CIA a été confrontée au problème suivant : prédire la prochaine attaque terroriste d'envergure. Historiquement, une seule attaque de cette envergure s'était produite aux États-Unis. Les analystes du renseignement ne pouvaient s'offrir le luxe d'attendre dix attaques supplémentaires et trente mille morts avant de

rechercher un solide modèle statistique. Nous sommes partis en guerre avec les données dont nous disposions.

Le théorème de Bayes permet d'élaborer une hypothèse de départ (ou plusieurs) et de remplir ensuite les blancs au fil du temps. Autrefois, le théorème de Bayes était appelé « probabilité inverse » car il fonctionne en remontant dans le temps, et en réactualisant la conclusion avec les nouvelles données. Les méthodes bayésiennes ne sont pas parfaites, mais elles peuvent permettre à un analyste d'établir de solides inférences tandis que les statisticiens conventionnels attendent encore de nouvelles données.

Sous une forme mathématique moderne et simplifiée, voici ce qu'énonce le théorème de Bayes :

$$P(A|B) = \frac{P(B|A) P(A)}{P(B)}$$

Où $P(A)$ représente la probabilité que se produise l'événement A, sans tenir compte de l'événement B

$P(B)$ représente la probabilité que se produise l'événement B, sans tenir compte de l'événement A.

$P(A|B)$ représente la probabilité conditionnelle que l'événement A se produise étant donné que l'événement B est vrai.

$P(B|A)$ représente la probabilité conditionnelle que l'événement B se produise étant donné que l'événement B est vrai.

En langage courant, la formule énonce que l'on améliore l'interprétation de départ en la réactualisant via de nouvelles informations non biaisées.

Sous sa forme mathématique, le théorème de Bayes est employé pour prévoir la probabilité que l'événement A se

produise. Cet événement A peut être le point critique d'une réaction en chaîne nucléaire ou le relèvement d'un taux d'intérêt opéré par une banque centrale. La partie gauche de l'équation correspond à l'estimation initiale concernant la probabilité qu'un événement se produise ou non, indépendamment des autres événements, en fonction d'un ensemble de données, d'histoire, d'intuition et d'inférence. Les nouvelles informations intègrent la partie droite de l'équation. La probabilité que de nouvelles informations apparaissent si l'hypothèse initiale est vraie ou non, est traitée à part. Ensuite, la probabilité relative à la prévision de départ est réactualisée à mesure que de nouvelles informations arrivent. Ce processus est renouvelé chaque fois que de nouvelles données arrivent. Avec le temps, l'hypothèse de départ se renforce ou bien s'affaiblit. Finalement, une solide estimation initiale peut être établie, en vue de prendre des décisions en l'absence de meilleures informations.

L'essence même du théorème de Bayes, c'est qu'une chaîne d'événements a une mémoire. Un nouvel événement n'est pas déconnecté d'un événement antérieur à la manière des dés que l'on jette, il est conditionné à l'événement précédent. Les modèles de Wall Street et des banques centrales partent du principe que les événements sont distincts. La probabilité inhérente à la pièce que l'on lance, aux dés que l'on jette, à la carte que l'on tire dans un jeu, est indépendante du geste réalisé précédemment. C'est ainsi que fonctionne *pile ou face*, mais ce n'est pas ainsi que fonctionne désormais le monde réel. Une explosion nucléaire n'est pas sans rapport avec le fait qu'un neutron ait été libéré au préalable. Un effondrement de marché n'est pas sans rapport avec le fait qu'un excès de crédit se soit formé au préalable. Voilà pourquoi les prévisions des banques centrales sont nulles, et pourquoi les banquiers ne voient jamais arriver les crises. Les banques utilisent des modèles obsolètes.

Les modèles bayésiens dont nous avons discuté au LANL étaient les plus à la pointe de tous. Pour autant, ils n'étaient pas conceptuellement différents du modèle de Bayes de base. Le principal progrès résidait dans la construction d'une cascade d'hypothèses séparées, chacune intégrant sa propre équation bayésienne. Cette cascade était structurée de haut en bas, comme une chute d'eau. Chaque hypothèse était contenue dans sa propre cellule. La disposition cellulaire, dans sa représentation graphique, ressemblait à une mosaïque.

Le niveau supérieur de ces cellules comprenait les premières hypothèses d'une série et, normalement, celles dont les probabilités initiales étaient les plus élevées. Au-dessous se trouvaient les autres cellules de la série, plus tardives, et dont les probabilités initiales étaient moins élevées. Dans le cadre de la simulation, le résultat produit par le niveau supérieur descendait pour alimenter en données les niveaux intermédiaires et inférieurs. En fonction de ces résultats, les niveaux inférieurs étaient réactualisés avec de nouvelles probabilités. En aval, on coupait court à certaines orientations à mesure que leurs probabilités chutaient. D'autres orientations se dégageaient à mesure que leurs probabilités augmentaient après réactualisation.

Cette mosaïque pouvait contenir des millions de cellules. À mesure que les cellules étaient abandonnées ou qu'elles ressortaient, une image – invisible au départ – se détachait de la mosaïque. Cette apparition avait un caractère mystique, à la façon dont un ouragan surgit au milieu de l'océan, par une belle journée ensoleillée et sans raison apparente. Mais il s'agissait là de science dure. Le supercalculateur faisait exploser une arme nucléaire dans un espace numérique, et la terre ne tremblait pas.

La clé, pour obtenir une solide mosaïque bayésienne, c'est de concevoir correctement les cellules situées en amont et qui démarrent la réaction en chaîne. Si une cellule supérieure est mal conçue, les résultats ne valent rien dans l'ensemble. L'astuce consiste à avoir un bon postulat et à laisser les orientations probables évoluer à partir de là.

Alors que j'écoutais les physiciens faire la démonstration de cette technique bayésienne appliquée aux essais d'armes nucléaires, mon esprit s'est orienté vers ses applications aux marchés financiers. Depuis, j'en ai découvert un bon nombre.

La théorie de la complexité est une branche des sciences physiques. Le théorème de Bayes fait partie des mathématiques appliquées. La complexité et Bayes fonctionnent main dans la main pour résoudre des problèmes relatifs aux marchés financiers. Les marchés financiers sont des systèmes complexes sans pareil. Les acteurs du marché doivent établir des prévisions continues afin d'optimiser leurs stratégies et leurs allocations d'actifs. Établir des prévisions relatives aux marchés financiers peut être dangereux car ils ne se comportent pas selon les modèles stochastiques markoviens, largement répandus à Wall Street. Un processus markovien n'a pas de mémoire. Mais les marchés financiers en ont une. Ils créent des surprises, un peu semblables à cet effet papillon identifié par Lorenz en 1960. Depuis 2009, j'ai constamment obtenu de bons résultats en utilisant la théorie de la complexité de Bayes pour naviguer dans les eaux troubles du risque systémique.

En appliquant simplement le théorème de Bayes, il est possible d'obtenir des éclaircissements concernant des ententes par ailleurs secrètes. L'accord de Shanghai l'illustre parfaitement. Il s'agit d'une entente conclue le 26 février 2016 entre les États-Unis, la Chine, le Japon et la zone euro, en marge

du sommet de Shanghai (Chine) réunissant les ministres des Finances et les banques centrales du G20. Ces quatre membres du G20 représentent à eux seuls les deux tiers du PIB mondial et constituent *de facto* un G4 au sein du G20.

Le problème auquel était confronté le G4, à Shanghai, était le suivant : en Chine et aux États-Unis, la croissance ralentissait dangereusement, provoquant également un ralentissement de la croissance mondiale. Les réformes structurelles étaient au point mort en raison de blocages politiques. Les politiques budgétaires étaient limitées par un endettement déjà excessif. La politique monétaire était de plus en plus inefficace, voire contreproductive. Les réformes structurelles, le stimulus budgétaire et l'assouplissement monétaire n'étant plus à l'ordre du jour, la seule possibilité de stimulation reposait sur la reprise des guerres des devises.

Une dévaluation du yuan donne un coup de pouce ponctuel à la Chine, même si cela se produit au détriment de ses partenaires commerciaux. La Chine a décidé de dévaluer le yuan de façon unilatérale en août et décembre 2015. À chaque fois, les marchés actions américains se sont effondrés. Le G4 devait donc trouver un moyen de dévaluer le yuan sans déstabiliser le marché actions américain.

La solution consistait à maintenir le *peg* entre le yuan et le dollar, puis à dévaluer le dollar. Le yuan se dévaluerait par rapport à l'euro et au yen, et le *peg* yuan-dollar demeurerait intact.

Cela signifiait que le Japon et l'Europe verraient leurs monnaies se renforcer et seraient désavantagés sur le plan commercial. C'est ainsi que fonctionnent les guerres des devises. Là où il y a un gagnant, en l'occurrence la Chine et

les États-Unis, il y a un perdant, en l'occurrence le Japon et l'Europe. Le yen était bas depuis 2013, et l'euro depuis 2014. Le Japon n'avait pas réalisé les réformes structurelles nécessaires. Tant pis ; désormais, le pays n'avait plus le temps de le faire. Une nouvelle phase allait débiter, avec un yuan et un dollar dévalués. Les deux principales économies du monde, les États-Unis et la Chine, avaient besoin d'aide. Voilà ce qui était au cœur de l'accord de Shanghai.

La difficulté, pour les analystes, c'est qu'au départ il n'y avait pas l'ombre d'une preuve concernant cet accord. La réunion du G4 s'était tenue en secret et aucun communiqué de presse explicite ni aucune autre information n'avait été fournis. Les analystes se sont moqués de l'idée d'un accord de Shanghai. Marc Chandler, de Brown Brothers Harriman, éminent expert en matière de marché des changes, a écrit la chose suivante, à propos de l'accord de Shanghai : « les théories du complot deviennent folles ».

Le théorème de Bayes permet à un analyste de faire bien mieux que les théories du complot. Le théorème de Bayes est conçu pour valider les actions semblables à l'accord de Shanghai, que peu de données solides confirment. Ce processus s'apparente un peu au travail d'un détective essayant de résoudre un crime en l'absence de témoins. On réunit des preuves et on interroge les suspects jusqu'à ce que le dossier soit étayé.

En guise d'illustration, prenez dix événements distincts d'affilée. À chaque événement correspond un résultat binaire : deux résultats possibles tendant à prouver ou réfuter l'hypothèse de départ. Considérez ces résultats binaires à la façon de *pile ou face*.

Ces résultats binaires sont de deux types. Le premier type relève de l'aléatoire. C'est comme tirer à *pile ou face*. Vous pouvez tomber sur *pile* ou sur *face* selon la même probabilité, mais vous ne le savez jamais à l'avance. Le résultat de chaque lancer de pièce est indépendant des lancers précédents. Le second type dépendant du sentier²³ » Cela signifie que chaque événement dépend d'événements antérieurs ou qu'il est lié à un événement déterminant.

Si l'hypothèse de l'accord de Shanghai était vraie, les événements pertinents relèveraient du « sentier de dépendance ». Les décisions des banques centrales seraient toutes affectées par cet accord secret. La politique appliquée ne relèverait pas d'un lancer de pièce aléatoire. Les événements seraient affectés dans une certaine mesure par cet accord secret.

L'étape suivante consistait à observer les agissements des banques centrales et à étudier les résultats que l'on pouvait attendre de leurs décisions afin de vérifier si l'hypothèse de l'accord de Shanghai était vraie ou fausse.

En jouant à *pile ou face*, quelles sont les probabilités de tomber dix fois de suite sur *face* ? Chaque pièce a 50% de chances de tomber côté *face*, et aucun lancer de pièce n'est affecté par un autre. Les chances de tomber dix fois de suite sur *face* sont d'environ 1/1 000. (En mathématiques, cela se formule ainsi : $(1/2)^{10}$. Et cela peut se décomposer de la façon suivante : $0,5 \times 0,5 \times 0,5 \times 0,5 \times 0,5 \times 0,5 \times 0,5 \times 0,5 \times 0,5 \times 0,5 = 0,0009765625 \approx 0,001$).

Une chance sur mille, ce n'est pas impossible. Si c'était une possibilité quotidienne, cela se produirait environ une fois tous

23 *Path dependent* : cette théorie explique comment un ensemble de décisions passées peut influencer sur les décisions futures

les trois ans. Mais les probabilités contraires demeurent tout de même élevées. Aucun analyste ne déciderait d'effectuer une transaction en s'appuyant sur une série de dix *face* d'affilée, même si l'on ne peut l'exclure.

À présent, prenons dix événements cruciaux qui se sont réellement produits entre le 26 février et le 15 avril 2016. Chacun d'eux comportait à l'avance un résultat binaire. Nommons *face* ceux qui confirment l'accord de Shanghai, et *pile* ceux qui le réfutent. Abstenons-nous de tout jugement, pour l'instant, s'agissant de savoir si ces événements relèvent de l'aléatoire ou du « sentier de dépendance ».

Voici les événements en question :

- 26 février 2016 : avant la fin du sommet du G20, Lael Brainard, gouverneur de la Fed, a prononcé un discours à New York, indiquant la chose suivante : « Il est naturel de se demander si la coordination peut améliorer les résultats... la coopération pourrait être très utile. » *Face* ;
- 27 février 2016 : à la fin du sommet du G20, le secrétaire au Trésor américain, Jack Lew, fait la déclaration suivante : « Nous nous tiendrons tous informés... nous éviterons de nous réserver des surprises les uns aux autres ». *Face* ;
- samedi 27 février 2016 : également au cours du sommet du G20 de Shanghai, Christine Lagarde, directrice générale du FMI, déclare : « Dans la salle, le sentiment d'urgence était palpable, ainsi qu'un regain de volonté en faveur d'une action collective. » *Face* ;
- 10 mars 2016 : la BCE *resserre* sa politique par rapport aux attentes, en annonçant qu'elle n'a pas l'intention de poursuivre l'assouplissement. *Face* ;

- 15 mars 2016 : la Banque du Japon *resserre* sa politique par rapport aux attentes, en n'élargissant pas son programme d'assouplissement quantitatif et qualitatif. *Face* ;
- 16 mars 2016 : la Réserve fédérale *assouplit* sa politique par rapport aux attentes en adoptant un ton accommodant (*dovish*) lors de sa conférence de presse. *Face* ;
- 29 mars 2016 : Janet Yellen rend explicite sa nouvelle politique accommodante lors d'un discours prononcé à l'Economic Club de New York. *Face* ;
- 13 avril 2016 : Luc Everaert, chef de mission du FMI au Japon, déclare : « À ce stade, il n'existe aucune bonne raison justifiant une intervention du Japon ». *Face* ;
- 14 avril 2016 : Christine Lagarde avertit le Japon que les conditions justifiant une intervention visant à dévaluer le yen ne sont pas réunies. Christine Lagarde déclare également qu'elle est « assez contente » que la Fed ait adopté une posture accommodante prenant en compte « la situation économique sur le plan international ». *Face* ;
- 15 avril 2016 : un responsable de la BCE, ne dévoilant pas son nom, déclare sur Reuters : « Un accord de principe concernant les taux de change a été exprimé dans le communiqué du G20 ». *Face*.

Il existe d'autres données, mais cette liste est suffisante en vue de tirer des conclusions.

Que représente la série ci-dessus ? Avons-nous joué à *pile ou face* de façon aléatoire et constaté que la pièce était retombée 10 fois de suite côté *face*, avec une probabilité de 1 000/1 contre nous ? Ou bien venons-nous de constater *exactement* ce que à

quoi nous pourrions nous attendre si l'accord de Shanghai était vrai ?

Il est fort probable que cette séquence ne soit pas aléatoire, mais qu'elle relève d'un « sentier de dépendance ». Ces événements ultérieurs dépendent d'un seul événement initial : l'accord secret de Shanghai.

Ce qui importe, c'est qu'il n'a pas été nécessaire d'attendre le 15 avril 2016, la fin de ce délai, afin de tirer des conclusions. Cette hypothèse a été établie le 26 février sur la base de remarques formulées en clôture du sommet du G20 et dans un discours de Brainard. Les données ultérieures ont validé cette hypothèse, mais elles n'étaient pas nécessaires pour l'établir. L'hypothèse se renforce simplement au fil du temps, sur la base de probabilités conditionnelles.

En s'appuyant sur le théorème de Bayes, un investisseur peut suivre des stratégies gagnantes – positions longues sur l'euro, le yen, l'or et le dollar – avec confiance, alors que Wall Street se plaint de « théories du complot ». Il suffit de transposer les mathématiques de Los Alamos (Nouveau-Mexique) vers le marché.

La complexité

La technique bayésienne n'est pas une science en soi, c'est un outil des mathématiques appliquées détenant de solides propriétés prédictives. En matière de marchés financiers, la théorie de la complexité est la principale science.

Les marchés financiers sont des systèmes complexes. Pourtant, la complexité est peu comprise et encore moins employée en économie financière. De la crise mondiale des

liquidités, de 1998, à la bulle Internet de 2000 et à la crise de 2008, les responsables politiques ont mené le monde d'un krach à un autre. Leur incapacité à utiliser la théorie de la complexité explique pourquoi.

Les arguments en faveur de la théorie de la complexité sont évidents. Les investisseurs doivent la comprendre s'ils souhaitent préserver leur argent. Lors de la prochaine crise, il sera trop tard. La solution glace-neuf bloquera les transactions et vous placera dans l'impossibilité de prendre des mesures défensives.

Les systèmes complexes existent depuis la nuit des temps. La création de l'univers, il y a 13 milliards d'années, lors du Big Bang, a produit instantanément des dynamiques complexes au sein des étoiles, des gaz, des galaxies et, enfin, de notre planète. Ce qui est nouveau, c'est que nous appréhendons la complexité en tant que science conventionnelle. Cette compréhension remonte aux expériences menées par Lorenz dans les années 1960.

Le timing de cette avancée accomplie par Lorenz n'est pas une coïncidence. Avant 1960, les calculs informatiques à grande échelle n'étaient accessibles qu'à relativement peu de scientifiques, et surtout appliqués aux problèmes traditionnels liés à la recherche en matière de physique et d'opérations. Les ordinateurs personnels n'allaient pas exister avant plusieurs dizaines d'années. Pourtant, dans les années 1960, les chercheurs pouvaient se partager des macro-ordinateurs dans des domaines plus variés, tels que la météorologie, le domaine de Lorenz.

Sans puissance de calcul, les voies des systèmes complexes dynamiques restent impossibles à observer sous forme graphique. Les humains observent le résultat de systèmes

complexes se manifester sous forme de tsunamis, d'incendies et d'inondations. Pourtant, personne ne pouvait en voir les dynamiques. Les ordinateurs ont changé cela.

Pour voir ce qu'est la complexité, il est utile de savoir ce qu'elle n'est pas. Bon nombre de machines sont compliquées mais pas forcément complexes. Une montre suisse fabriquée à la main est compliquée, mais ne produit aucun de ces comportements hautement imprévisibles associés aux systèmes complexes.

Les phénomènes de tous les jours, tels que le jeu de *pile ou face*, le lancer de dés, ou la rotation de la roulette, ne sont pas des phénomènes complexes. Ces processus aléatoires sont extrêmement prévisibles. Vous ne pouvez savoir si la pièce va tomber côté *pile* ou côté *face*. Mais vous savez que si vous lancez une pièce 1 000 fois, vous êtes sûr de tomber 500 fois côté *pile* et 500 fois côté *face*, environ. Les probabilités de tomber 900 fois sur *face* et 100 sur *pile* sont si infimes que cela revient à zéro, en réalité.

Les processus aléatoires tels que *pile ou face* ou le lancer de dés sont dépourvus de mémoire. Cela signifie que la pièce jetée en l'air auparavant n'a aucun impact sur la pièce jetée ensuite. Certains joueurs obtenant trois côtés *face* d'affilée, pensent que les probabilités que la pièce tombe ensuite sur *pile* sont bonnes. C'est ce que l'on nomme *l'illusion du joueur* car elle repose sur une fausse hypothèse. Chaque fois que la pièce est lancée, les probabilités sont toujours de 50/50. Voilà pourquoi une pièce lancée 1 000 fois peut tomber 500 fois côté *face* et 500 fois côté *pile*, même si de plus modestes échantillons produisent une série ponctuelle de *face* ou *pile*. Lorsqu'un biais à court terme se crée, vous pouvez être sûr que la prochaine pièce lancée ramènera la distribution d'ensemble vers 50/50, phénomène connu sous le nom de *retour vers la moyenne*.

Les systèmes complexes, en revanche, sont extrêmement imprévisibles. Un système complexe peut produire des résultats imprévisibles sortant apparemment de nulle part. Au sein des marchés financiers, des phénomènes tels que les effondrements de marché, les crises, et les faillites bancaires en série, illustrent la complexité en pleine action.

Qu'est-ce que la complexité ? Comment les investisseurs peuvent-ils appréhender la complexité afin de protéger leur argent ?

Les systèmes complexes sont partout. Ils ne se cantonnent pas aux laboratoires ou à des structures subatomiques. Si vous parcourez tous les jours une certaine route peu fréquentée, vous pouvez ensuite vous retrouver, un jour, dans un embouteillage sans raison apparente : vous êtes face à la complexité en pleine action. Le fait de décider si votre restaurant préféré sera bondé vendredi soir, ou si le marché actions est une bulle, sont des exercices de résolution de problèmes complexes. La complexité est omniprésente.

Les systèmes complexes sont naturels, fabriqués par l'homme ou bien les deux. Un ouragan est un système complexe naturel. Un marché actions est un système complexe naturel. Une explosion nucléaire est un ensemble car la complexité naturelle des atomes d'uranium est conçue par les scientifiques jusqu'au point critique qui libère la puissance destructive d'une bombe.

La théorie de la complexité requiert deux outils. Le premier, c'est l'*agent*. Un agent est simplement un acteur au sein d'un système. Un agent peut être humain, dans le cas des marchés financiers, ou un atome dans celui d'une bombe atomique. L'agent est cette unité irréductible qui génère le comportement à l'origine des dynamiques complexes.

Le second outil est la *rétroaction*. Cela signifie que le comportement initial produit un résultat qui affecte le comportement suivant. Voilà pourquoi on dit que les systèmes complexes sont pourvus de mémoire. Lorsque les agents agissent au sein de systèmes complexes, ils observent les actions préalables qui conditionnent ce qu'ils feront ensuite. Cette même idée peut également être qualifiée de *comportement adaptatif*. Un agent adapte sa prochaine action en fonction de ce qu'il a appris lors de précédents mouvements au sein du système.

Les systèmes aléatoires, tels que *pile ou face*, les dés ou la roulette, n'ont pas de mémoire. Une pièce jetée en l'air ne se souvient pas de quel côté elle est tombée la dernière fois. Une pièce n'adapte pas son comportement. Au sein des systèmes complexes, le comportement s'adapte en permanence. L'adaptation est l'une des raisons pour laquelle la complexité produit des résultats surprenants.

La rétroaction est endogène ou exogène. Une rétroaction *endogène* s'opère de façon interne, chez un agent : il s'agit de tirer des leçons des erreurs commises. Un chat qui saute sur un poêle brûlant apprend à ne plus le refaire. Une rétroaction *exogène* s'opère de façon externe, chez un agent : pour un trader, il s'agit d'observer le comportement des autres tel qu'il se manifeste dans les cours du marché. Les marchés peuvent augmenter et baisser ou ne pas bouger, mais on observe tout de même ce comportement avant d'agir.

Les agents et les rétroactions sont les briques qui construisent les systèmes complexes. Que faut-il d'autre ? Il vaut mieux qu'il y ait une *diversité*, chez les agents. S'ils sont identiques, la rétroaction est faible car le comportement d'un agent renforce celui des autres au lieu de le modifier. Au sein des marchés

actions, différents agents cohabitent : haussiers, baissiers, longs, courts, riches, pauvres, vieux et jeunes. La diversité des agents est forte, au sein des marchés financiers.

Ce qui est exigé, également, c'est que les agents *communiquent* et *interagissent* d'une certaine façon. Différents agents ne donnent pas lieu à des comportements complexes s'ils ne peuvent entrer en contact. Cinquante hommes des cavernes assis dans cinquante grottes différentes ne partagent peut-être pas la même opinion sur la meilleure façon de chasser pour se nourrir. Mais s'ils ne quittent pas leurs grottes pour communiquer, la diversité importe peu. Ce n'est que lorsque les hommes des cavernes quittent leurs grottes, se rassemblent autour d'un feu et commencent à partager des idées que le comportement complexe survient.

À mesure que différents agents interagissent, l'adaptation s'amorce. Une fois que les hommes des cavernes ont commencé à comparer ce qu'ils pensent autour du feu, certains d'entre eux modifient leur méthode de chasse en fonction de l'expérience concluante d'un autre. Les hommes des cavernes qui ne s'adaptent pas pourraient mourir. Une société composée de chasseurs plus efficaces commence alors à apparaître. Ce sont de mauvaises nouvelles pour les mamouths mais de bonnes nouvelles pour les hommes des cavernes.

À la place des hommes des cavernes, imaginez un groupe bien plus important, composé de traders chassant les meilleures opportunités. Leurs opinions sont diverses. Ils communiquent sur Bloomberg, Reuters, par e-mail et sur le Web. L'interaction se mesure en milliers de milliards de dollars de volume de transactions quotidiennes. Si un portefeuille perd de l'argent, le conseiller doit rapidement s'adapter. Vous apprenez des autres et les autres apprennent de vous. Ceux qui ne s'adaptent

pas perdent des clients, ou bien perdent leur emploi. Ils sont rapidement hors-jeu. Bref, les marchés financiers manifestent fortement *toutes* les caractéristiques des systèmes complexes.

Ces briques qui construisent les systèmes complexes sont faciles à comprendre. Il faut des agents autonomes disposant de diverses qualités. Ces agents ont besoin de réseaux de communication afin d'interagir. L'interaction produit de nouvelles informations qui rétroagissent vers les agents. Ensuite, les agents adaptent leur comportement afin d'améliorer les futurs résultats.

Les modèles complexes ne ressemblent pas aux modèles aléatoires utilisés par les banques centrales. Ils ressemblent bien au monde réel.

La rétroaction

La complexité des marchés financiers peut être décrite en termes sociaux. Existe-t-il une preuve empirique solide étayant l'idée que les marchés financiers sont des systèmes complexes ? Existe-t-il des expérimentations réitérables le prouvant selon une méthode scientifique formelle ? Réponse : « oui ».

Le comportement adaptatif survient dans de nombreux systèmes complexes dotés de fondations sociales. La concurrence autour des rares ressources est source d'adaptation. Si de précieuses ressources sont disponibles en quantité illimitée, ni les stratégies de survie, ni le comportement adaptatif ne sont nécessaires. Il suffit de prendre ce que vous voulez. La rareté est ce qui fait que les individus adoptent des stratégies visant à sécuriser leur part de ces ressources. Ce problème de répartition des ressources rares constitue les fondements de la science économique.

Au sein des marchés financiers, la richesse constitue une ressource rare. En circulation routière, une voie rapide, ou une place de parking, représentent une ressource rare. En matière de relation amoureuse, le partenaire idéal représente une ressource rare. En situation de concurrence autour d'une ressource rare, il faut faire des choix intelligents qui augmentent vos chances au sein d'un jeu où règne une forte concurrence. Si vos positions perdent de l'argent, que vous ne trouvez pas de place de parking ou ne sortez avec personne, cela vaut la peine de regarder tout autour et de voir ce que font les gagnants. C'est ça, le comportement adaptatif.

Warren Buffett illustre parfaitement cette idée. La SEC exige une déclaration trimestrielle du portefeuille de Berkshire Hathaway, la société de Buffett. Lorsque les investisseurs regardent ce que fait Buffett, ils répliquent ses trades dans l'espoir de devenir des gagnants, eux aussi.

Ce comportement provoque la formation d'une *foule* dont le comportement renforce celui des autres membres de cette même foule. Le problème, sur la durée, c'est que la stratégie gagnante en question fait trop d'émules et ne fonctionne plus. Le premier type branché qui découvre un nouveau bar de Brooklyn où la musique est géniale, va pouvoir savourer quelques week-ends idylliques dans cet endroit. Mais le bouche-à-oreille se produit, le bar devient bondé et le type branché doit se battre pour boire un verre. La stratégie gagnante consistant à passer du temps dans un bar génial devient une stratégie perdante dans un lieu où l'on ne peut plus s'asseoir. Le type branché change d'endroit. Buffett aussi.

Ce comportement adaptatif fait intervenir la rétroaction et la mémoire. Si vous avez le souvenir d'un bar génial et qui n'est pas bondé, vous reviendrez. Mais peut-être pas si vous vous rappelez

un bar bondé et bruyant, même si certains les apprécient tout de même.

Pour analyser les foules, les physiiciens émettent le postulat de la formation d'*anti-foule*. Un anti-foule attire des adeptes qui font le contraire de ce que fait la première foule. Ce comportement de foule/anti-foule fait énormément intervenir la mémoire et la rétroaction. Ce qui distingue la foule et l'anti-foule, ce sont leurs attentes.

Si l'on prend l'exemple du bar, le fait est que, certains soirs, le bar est bondé, et que d'autres soirs certaines tables sont disponibles. On ne le sait pas à l'avance, tout simplement. Les agents établissent une prévision à partir des meilleures informations dont ils disposent. Ces informations peuvent être notamment réactualisées par des amis, sur les réseaux sociaux. Les informations en temps réel accélèrent la réaction de l'agent. Elles ne la remettent pas en cause.

Qu'il s'agisse d'envisager d'aller dans un bar ou d'investir sur une action spécifique, les gens se répartissent en trois groupes, en termes de prévision. La foule croit que l'avenir ressemble forcément au passé. L'anti-foule pense que l'avenir ne ressemble pas au passé. Le troisième groupe n'établit pas de prévision mais joue à *pile ou face*, mentalement, et agit en fonction d'un résultat aléatoire.

Le fait d'avoir un modèle de prévision ne garantit pas la réussite. Il se peut que la mémoire vous dise que le bar était bondé le week-end dernier, alors vous restez chez vous ce week-end. Ce modèle exprime que l'avenir ressemble au passé. Si suffisamment de gens suivent le même modèle et restent chez eux, alors le bar sera réellement peu fréquenté, ce week-end.

Cette mémoire vous fait perdre l'occasion de passer une soirée agréable à écouter de la musique live.

À l'inverse, l'anti-foule se souvient que le bar était trop bondé le week-end dernier et décide que les gens iront ailleurs la prochaine fois. Selon son modèle, l'avenir ne ressemble pas au passé. Alors elle décide de retenter ce bar. Si elle a de la chance, elle décrochera une bonne table.

Mais si l'anti-foule devient trop importante, le bar pourrait bien finir par être à nouveau bondé. Alors, certains membres de l'anti-foule pourraient se joindre à la foule et rester chez eux. Peut-être que certaines tables seront disponibles, dans le bar, la prochaine fois. En ainsi de suite.

À de rares occasions, les membres du groupe aléatoire pourraient tous décider d'agir de la même façon (comme si la pièce tombait côté *face* cinq fois de suite) et inciter des membres de la foule à rejoindre l'anti-foule, et vice versa, à mesure que le comportement adaptatif prend le pas. Ce comportement aléatoire est un catalyseur de changement d'allégeance entre foule et anti-foule : un flocon qui déclenche une avalanche.

Certains scientifiques ont mené des expériences s'appuyant sur ces mêmes dynamiques de foule/anti-foule. Un groupe d'individus débute en privilégiant un modèle de prévision. Via l'expérience et la rétroaction, il *s'auto-organise* en foule, anti-foule et acteurs aléatoires. La foule et l'anti-foule attirent la grande majorité des participants à proportion égale, en gros, tandis que les acteurs aléatoires représentent une petite minorité. Cela illustre l'une des caractéristiques les plus puissantes de la complexité : *l'émergence*. Des groupe bien définis et opposés ressortent d'une masse indéfinie, sans y être forcés ni accord préalable, via les mécanismes de la rétroaction et de la mémoire.

Le comportement émergent est bien documenté au sein de la science de la complexité. Cela a du sens, sur le plan intuitif, également. À Wall Street, un poncif énonce que « face à tout acheteur, il y a un vendeur ». Dans le contexte d'un marché haussier, les acheteurs représentent une foule qui pense que l'avenir ressemble au passé. Les vendeurs représentent l'anti-foule qui pense que l'avenir sera différent. Les marchés peuvent fonctionner avec ces deux groupes de proportion égale. *Quid* de cette petite minorité qui joue à *pile ou face* ? Leur comportement individuel est aléatoire. Rendent-ils l'ensemble des marchés aléatoires ? Ou transforment-ils les parieurs à la hausse (*bulls*) en parieurs à la baisse (*bears*), et *vice versa*, en générant une persistance non aléatoire ?

Une étude réalisée par les physiciens Neil Johnson, Pak Ming Hui, et Nachi Gupta – et qui s'appuie sur des données issues des marchés financiers – montre que le schéma des mouvements de prix, sur le marché, ne correspond pas à ce que l'on appelle le modèle de *marche aléatoire* qui est à la base de l'économie moderne. Au contraire, le comportement correspond aux prédictions des théoriciens de la complexité, en s'appuyant sur les principes de rétroaction et de comportement adaptatif.

Sur les marchés financiers, on peut répartir le comportement selon deux choix binaires, exprimés par les réponses soit/soit ou oui/non à une série de questions. Allez-vous acheter et vendre des actions, aujourd'hui ? Allez-vous vous intéresser aux actions d'IBM ? Allez-vous acheter ou vendre ? Allez-vous effectuer des transactions importantes ou bien modestes ? Et ainsi de suite. Chacune de ces questions appelle une réponse par oui ou par non. En code binaire, le oui s'exprime avec le chiffre 1. Le non s'exprime avec le chiffre 0. Les réponses à une série de ces questions peuvent s'exprimer avec une chaîne de 1 et de 0,

telle que 0011010011. Ces chaînes peuvent faire l'objet d'un code informatique et être analysées pour produire des schémas couvrant de grands ensembles de données et de longues séries temporelles. Les réponses sont extrêmement révélatrices concernant le fonctionnement réel des marchés.

Le modèle de marche aléatoire, que l'on associe à Burton G. Malkiel, professeur à Princeton, énonce que ces décisions ressemblent à un ivrogne déambulant dans la rue. Chaque pas est incertain. Il peut aller en avant ou en arrière. L'ivrogne ne le sait pas lui-même. Chaque pas est aléatoire : il n'est pas affecté par le pas précédent. Il n'y a ni mémoire, ni rétroaction.

Le modèle de marche aléatoire, ainsi que le modèle foule/anti-foule, devraient produire des chaînes de 1 et de 0 totalement différentes dans la mesure où la marche aléatoire n'a pas de mémoire alors que la foule en possède une. Les schémas produits par chaque modèle sont quantifiés, et les projections des modèles sont comparées à des données expérimentales.

Neil Johnson et d'autres physiciens procèdent en débutant avec une expérience imaginaire. Imaginez que le marché est une personne qui marche en partant d'un point fixe et pendant un certain temps. Le marcheur peut avancer ou reculer de la même façon que le marché baisse ou augmente. Il faut calculer la distance parcourue. L'objectif est d'observer si les marchés correspondent à une *marche aléatoire* ou à autre chose.

Pour des raisons pratiques, les scientifiques attribuent une valeur de 10 au point de départ. Chaque pas en avant ajoute 1 à cette position. Chaque pas en arrière soustrait 1. En partant de 10, si vous faites deux pas en avant et un en arrière, votre position finale est de 11 ($10 + 1 + 1 - 1 = 11$). Cette valeur avant/arrière est un résultat binaire tel que le oui/non correspondant aux choix des

investisseurs (décrit ci-dessus) et permet d'effectuer un codage et une analyse binaires.

Ce schéma de marche binaire partant d'une position de 10 signifie qu'au bout de 9 pas, le marcheur sera soit à la position 19 ($10 + 9 = 19$), soit à la position 1 ($10 - 9 = 1$), ou bien quelque part entre 1 et 19, selon le schéma de la marche.

Par exemple, si vous démarrez d'une position 10 et effectuez 9 pas en avant, votre position finale est 19. À partir de cette position de départ, la nouvelle position existant après chaque pas suit ce schéma : 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19. Ce chemin ne semble pas aléatoire mais plutôt directionnel. Les scientifiques qualifient ce schéma de *très ordonné*.

Pour généraliser cette expérience à tout type de marche, les scientifiques créent une mesure qui décrit la distance comme une fonction de temps. Cette fonction s'exprime ainsi : t^a où t = le nombre de mouvements, a est un exposant, et t^a = la distance parcourue. Aussi bien t que t^a peuvent être observés de façon empirique dans le cadre d'expérimentations. L'exposant a est dérivé des résultats de t et t^a .

Dans notre exemple ordonné, $t = 9$, le nombre de mouvements, et $t^a = 9$ puisqu'il s'agit de la distance parcourue. Par conséquent, $a = 1$ dans cet exemple ; un exposant 1 appliqué à un nombre équivaut à ce nombre. Dans cet exemple très ordonné, $9 = 9^1$, le nombre de pas effectués équivaut à la totalité de la distance parcourue.

Que se passe-t-il lorsque les pas sont véritablement aléatoires ? Dans ce cas, la distance totale parcourue équivaut rarement au nombre total de pas, car certains pas s'effectuent en arrière, d'autres en avant, et s'annulent les uns les autres. Le nombre de pas effectués est supérieur à la distance parcourue, ce

qui signifie que $t > t^a$. Si c'est vrai, alors $a < 1$, puisqu'un exposant fractionnaire est exigé pour que t soit supérieur à t^a .

Pour le marcheur aléatoire, il peut y avoir de nombreuses séquences car les combinaisons possibles de mouvements avant et arrière sont nombreuses, lorsque l'on effectue neuf pas. Chaque pas effectué par le marcheur aléatoire est semblable à la pièce qui peut tomber côté *pile* ou côté *face*. Pour des raisons analytiques, disons que *face* = 1, *pile* = 0 et chaque 1 correspond à un pas en avant tandis que chaque 0 correspond à un pas en arrière par rapport à une position initiale.

Pour les besoins de l'expérience, j'ai lancé une pièce à neuf reprises et obtenu la séquence suivante : 110001001, un total de 4 *face* et 5 *pile*. En partant d'une position 10, et en suivant le chemin représenté par le lancer de pièce aléatoire, la séquence relative à la position est la suivante : 10 11 10 9 8 9 8 7 8. Dans ce chemin aléatoire, le marcheur s'est déplacé de deux positions ($10 - 8 = 2$) en neuf pas. Les scientifiques qualifient cette séquence aléatoire de *désordonnée* car elle ne manifeste pas de forte persistance dans une direction ou dans l'autre.

Si cette expérience était répétée 1 000 fois, ce qui est facile avec un ordinateur, la distance moyenne partant du point de départ et produite par la marche aléatoire de 9 pas, serait d'environ 3, soit la racine carrée de 9. La distance $3 = t^a$ dans notre modèle. Si $t = 9$ (nombre total de pas effectués), et $t^a \approx 3$ (total des positions déplacées comme l'a montré le résultat de la marche aléatoire), alors $a \approx 0,5$. Le total des mouvements effectués dans la marche aléatoire est de $3 = 9^{0,5}$.

Si la marche est très *ordonnée* $a = 1$. Si la marche est aléatoire ou *désordonnée* $a = 0,5$. Quel type de marche les marchés réalisent-ils ? Si l'on s'exprime de façon conventionnelle, quelle est la

valeur de a en se basant sur les mouvements effectifs des cours du marché ?

Ce qui caractérise les systèmes complexes, entre autres, c'est qu'ils ne sont *ni* très ordonnés *ni* aléatoires. Les systèmes complexes oscillent entre l'ordre et le désordre. Cette oscillation est provoquée par les agents qui décident de quitter la foule et d'intégrer l'anti-foule et *vice versa*. Un système complexe qui débute avec un comportement aléatoire peut devenir suffisamment ordonné via la rétroaction et le comportement adaptatif. De même, un système très ordonné peut basculer dans le désordre.

Les systèmes complexes vont et viennent, exactement comme les marchés passent de phases haussières à des phases baissières, à mesure que le sentiment des investisseurs passe de la crainte à l'avidité. L'adaptation produit des schémas plus persistants qu'une marche aléatoire, et tend vers l'ordre. Pour autant, le système ne devient pas totalement ordonné en raison de la dynamique foule/anti-foule. Autrement dit, la valeur de l'exposant a au sein d'un système complexe, pourrait se situer quelque part entre 0,5 et 1.

Les études empiriques réalisées sur les marchés actions du monde entier sur des périodes prolongées montrent que la valeur approximative de a , au sein des marchés réels, est de 0,7. Le résultat empirique se situe entre 0,5 et 1, quelque part entre l'aléatoire et l'ordonné, exactement comme le prédit la théorie de la complexité. C'est là une preuve solide que les marchés financiers sont des systèmes complexes.

Non seulement les marchés financiers cadrent-ils avec une définition descriptive des systèmes complexes fondée sur la diversité, la communication, l'interaction et le comportement

adaptatif, mais les preuves empiriques montrent également que le comportement effectif, au sein des marchés, correspond au résultat prédictif d'un modèle théorique. C'est le sommet de la science.

Les implications de cette conclusion sont troublantes. Le professeur Neil Johnson n'y va pas par quatre chemins :

Le modèle standard que presque tout le monde financier utilise pour calculer comment évoluent les marchés n'est pas précis... Les marchés financiers sont des Systèmes Complexes et ne peuvent être décrits de façon précise par autre chose que la théorie des Systèmes Complexes. Par conséquent, la théorie financière standard peut sembler fonctionner pendant un temps, mais elle finit par échouer, par exemple à des moments où de violents mouvements apparaissent sur le marché en raison du comportement des foules. Et ce n'est pas un petit défaut, dans la mesure où c'est précisément à ces moments-là que votre argent est le plus en danger.

Le fait de comprendre la théorie de la complexité est un puissant outil permettant d'évaluer le risque sur les marchés financiers. Nous voyons de quelle façon différents groupes d'agents peuvent s'auto-organiser en une foule et une anti-foule produisant un marché raisonnablement stable, sans pour autant être aléatoire. Il y a de la persistance, mais l'ordre n'y règne pas totalement.

Un système de marché totalement ordonné est un système au sein duquel il n'y a *que* des vendeurs et *aucun* acheteur. Ce type de marché s'effondrerait instantanément et les cours tomberaient à zéro. Quelle en est la probabilité ? Au sein des systèmes complexes naturels, l'effondrement se produit avec une certaine fréquence.

La zone sismique de New Madrid, dans le Missouri et les États tout autour, a été relativement stable pendant plus de deux cents ans. Pourtant, en 1811-1812, New Madrid a produit quatre des plus violents tremblements de terre de toute l'histoire nord-américaine ; leur magnitude a été estimée à $7 M_w^{24}$ voire supérieure. Les sismologues prédisent que le prochain tremblement de terre de New Madrid pourrait atteindre une magnitude de $7,7 M_w$, soit environ la même que celle du tremblement de terre de San Francisco, en 1906. Ces estimations impliquent 86 000 morts et deux millions de personnes sans abri. Les failles sismiques sont des systèmes complexes. Il en est de même pour les marchés actions.

Le fait que les systèmes complexes oscillent entre l'aléatoire et l'ordre ne signifie pas qu'ils sont stables ou qu'ils s'équilibrent d'eux-mêmes. Les systèmes complexes traversent avec une facilité déconcertante des phases de transition en direction du chaos ou de l'effondrement. Les types de simulations bayésiennes réalisés à Los Alamos aident l'analyste à visualiser un éventail de résultats au sein de systèmes complexes, notamment l'équivalent financier d'une bombe thermonucléaire.

Les éventuels événements financiers considérés dans ce livre se sont déjà produits par le passé. Même si les investisseurs perdent de l'argent lors d'un krach financier, les marchés ont malgré tout tendance à rebondir avec le temps. Certains krachs représentent d'excellentes opportunités d'achat pour ceux qui se tiennent à l'écart et disposent de liquidités permettant de dénicher de bonnes affaires parmi les décombres. Même ceux qui ont subi des pertes sur le marché peuvent se refaire en conservant leurs positions au lieu de les vendre au beau milieu

24 M_w signifie « magnitude de moment », échelle qui a succédé à celle de Richter

de la panique. La plupart des marchés prennent de la valeur au fil du temps. Les rares chanceux qui peuvent vendre au plus haut et acheter après le krach surperforment les moyennes du marché.

De même, la faillite d'une banque de premier plan semble être un problème que la société a appris à gérer. Ceux qui ont investi dans les actions d'une société en faillite peuvent subir des pertes mais les déposants et titulaires de comptes bancaires sont régulièrement sauvés par les garanties de dépôt et celles offertes par le gouvernement. Même les pertes subies en Bourse peuvent être gérables, au sein d'un portefeuille plus large et diversifié. Après les krachs de 1987, 1998, 2000 et 2008, le marché a rebondi et grimpé à de nouveaux records. Pourquoi les investisseurs devraient-ils s'inquiéter à l'idée d'un effondrement ?

L'archétype de l'effondrement au sein d'un système complexe n'est pas New Madrid ou San Francisco. L'archétype, c'est Krakatoa. En 1883, l'île de Krakatoa, dans le détroit de Sunda, situé entre Sumatra et Java, a explosé avec une force 13 000 fois supérieure à celle de la bombe d'Hiroshima. Il s'agit d'une force 10 fois supérieure à « l'opération Castle », l'essai nucléaire effectué à Los Alamos en 1954. Et une force 4 fois supérieure à la plus vaste explosion nucléaire jamais enregistrée, soit 50 mégatonnes, lors de l'opération « Tsar Bomba », l'essai nucléaire effectué par l'URSS en 1961.

Après l'explosion de Krakatoa, en 1883, il ne restait plus rien de l'île. Les investisseurs ont des raisons de s'inquiéter car certains effondrements systémiques sont si considérables que le système ne peut rebondir. Et alors, ce système cesse d'exister.

La secousse prémonitoire : 1998

CHAPITRE 4

J'ai longtemps réfléchi à l'effondrement de Long Term Capital Management. Ce qui m'a le plus frappé, c'est que l'histoire de LTCM... est une crise très moderne, mais la façon dont elle a été résolue est presque identique à la façon dont les crises ont toujours été résolues. On a fait intervenir la banque centrale et obligé certaines personnes à collaborer. Il y a eu débat sur la question de savoir s'il fallait le faire, mais au bout du compte, c'est ainsi que la crise a été résolue.

Stanley Fischer,
vice-président du Conseil de la Réserve fédérale

*God gave Noah the rainbow sign, no more water
but fire next time²⁵*

« Oh Mary Don't you Weep », gospel

25 Dieu donna à Noé le signe de l'arc-en-ciel, la prochaine fois, ce ne serait plus l'eau mais le feu

La machine à fabriquer de l'argent

La crise financière de 2008 a inspiré une quantité de livres et de films, notamment un récit mémorable, objet du livre *Too Big to Fail*, d'Andrew Ross Sorkin. Cette année-là, de toute évidence, le système financier a subi une crise cardiaque. Cette métaphore médicale n'est pas exagérée. Le système financier mondial a vraiment subi une crise cardiaque et le patient a failli mourir. La Fed est intervenue, tel un médecin muni d'un défibrillateur. Le plus frappant, dans ce qu'il s'est produit en 2008, c'est que j'avais déjà vécu cette histoire.

Dix ans auparavant exactement, et pratiquement jour pour jour, le système financier mondial avait subi sa première crise cardiaque mondiale. Là aussi, les médecins de la Fed avaient sauvé le patient. Pourtant, après 1998, le patient a recommencé à fumer le cigare, à boire énormément, et à ne faire aucun exercice. Une deuxième crise cardiaque le guettait : ce n'était qu'une question de temps.

Si un diagnosticien spécialiste des marchés avait étudié en 1998 les symptômes et le déroulement de cette crise, la débâcle de 2008 aurait pu être évitée. Rien de tel ne s'est produit. Aucune leçon n'a été tirée de 1998. Les comportements anormaux des marchés ont repris de plus belle, avec la bénédiction des banques et des régulateurs.

Rétrospectivement, la crise de 1998, déclenchée par le défaut de la Russie et l'effondrement du *hedge fund* Long Term Capital Management (LTCM), semble modeste. Beaucoup n'en ont jamais entendu parler. Comparée à la crise de 2008, la fin de l'été 1998 semble bien lointaine et insignifiante.

En surface, on aurait dit que le problème de 1998 avait disparu. Quelques banques, dont UBS, avaient subi de lourdes pertes. Certains dirigeants de banques avaient été licenciés. Alan Greenspan avait baissé les taux d'intérêt à deux reprises : une première fois lors d'une réunion de la Réserve fédérale programmée le 29 septembre 1998, et à nouveau lors d'une exceptionnelle réunion non programmée, tenue le 15 octobre 1998. La deuxième baisse des taux avait fait l'affaire, en faisant passer le mot aux marchés que la Fed veillait au grain et qu'elle ferait tout rétablir le calme.

Tout revint à la normale. Les *spread*, qui s'étaient écartés de façon inimaginable, commencèrent à converger. Le marché actions ignora la crise liée à LTCM et reprit l'un des plus puissants *rallies* de l'histoire. L'indice Dow Jones Industrial Average flamba de 7 632,53 points, le 1^{er} octobre 1998, à 11 497,12 points le 31 décembre 1999, soit un gain de 51% sur quinze mois. Lorsque LTCM disparut des gros titres, ce fut comme si rien ne s'était jamais produit.

Pourtant, il s'était bien produit quelque chose d'inédit. Les principaux marchés obligataires et boursiers, partout dans le monde, avaient frôlé l'effondrement à quelques heures près. Les plus grandes banques auraient pu s'écrouler comme des dominos, à commencer par leur sempiternel maillon faible, Lehman. Les investisseurs auraient pu perdre davantage, proportionnellement, qu'en 2008. À l'époque, cela n'a pas été évoqué en dépit de l'intense couverture médiatique dont LTCM et son fondateur solitaire, John Meriwether, ont fait l'objet. Seuls quelques initiés, chez LTCM, à la Fed, au Trésor, et dans les ministères des Finances, à l'étranger, ont cerné l'ensemble du tableau et compris son importance. Les élites ont recouvert la piste d'atterrissage de mousse et permis à LTCM de s'y

poser en douceur malgré ses quatre moteurs en flammes. Les investisseurs internationaux étaient assis dans l'avion, leur ceinture attachée et il n'y avait pas d'issues de secours. Ce qui est passé pour un non-événement, rétrospectivement, s'apparentait à une collision évitée de justesse, aux proportions potentiellement catastrophiques.

Les initiés qui ont sauvé le système étaient des personnalités de premier plan, à l'époque. Certains sont devenus célèbres, ou tristement célèbres, quelques années plus tard. Peter Fisher a dirigé le plan d'urgence initié par la Fed. Plus tard, il est devenu vice-président du gigantesque gestionnaire d'actifs BlackRock. Jimmy Cayne, le joueur de bridge à la tête de Bear Stearns était le courtier de LTCM. De tous les outsiders, c'était lui qui possédait le plus d'informations concernant les risques de marché présents chez LTCM. Fidèle aux pratiques de Wall Street, Cayne a refusé de communiquer ces informations aux autres dirigeants de banque et a failli faire rater le sauvetage.

Jon Corzine, à la tête de Goldman Sachs, a dirigé l'opération de sauvetage de LTCM avec les dirigeants de Citi, JPMorgan et Merrill Lynch. Corzine, ami intime de Meriwether, était préoccupé tout le long du sauvetage car ses propres trades perdaient des milliards. La débâcle qu'il a vécue avec MF Global en 2011, et qui s'est achevée en faillite, n'a pas surpris ceux qui avaient remarqué la témérité de ses paris chez Goldman.

Au plus fort de la crise de 1998, Goldman a piraté les positions sur dérivés de LTCM et utilisé ces informations pour couvrir ses propres trades et commettre des délits d'initiés (*front-running*). Goldman a également tenté de saboter le plan de sauvetage de LTCM à la dernière minute en coupant l'herbe sous le pied de la Fed avec une offre concurrente signée de Corzine, Warren Buffett et du dirigeant d'AIG, Hank Greenberg – AIG qui a d'ailleurs

disparu dans le cadre d'un sauvetage gouvernemental, en 2008. Cayne et Corzine faisaient partie des dirigeants des « quatorze familles » : les quatorze banques de Wall Street ayant participé au sauvetage de LTCM.

Le sauvetage de LTCM n'aurait pas réussi sans l'intervention discrète du légendaire expert en crise bancaire, Bill Rhodes, qui a obtenu des banques et ministres des Finances étrangers la mainlevée de certains prêts, alors que les quatorze familles se chamaillaient entre elles. Les outsiders l'ignoraient, mais LTCM avait obtenu près d'1 Md\$ de crédits non garantis auprès d'un syndicat bancaire international composé de dix-neuf établissements. Pour achever le sauvetage, il fallait obtenir des mainlevées auprès de ces banques, et faire en sorte que les quatorze familles injectent de l'argent frais. C'est Rhodes qui a obtenu ces mainlevées.

L'histoire de LTCM a été racontée en détail peu de temps après les faits, dans un excellent livre de Roger Lowenstein, *When Genius Failed*. Si je reviens à présent sur cette histoire, c'est pour montrer que les événements de 1998 étaient un présage de la crise de 2008. Les circonstances étaient différentes, en 1998 et 2008, mais les dynamiques étaient pourtant les mêmes. C'est perturbant, mais ces événements de 1998 et 2008 sont autant de présages de la prochaine crise. Aucune leçon n'a été tirée. Chaque fois, les élites se sont contenté d'effectuer un *bail-out*. Mais la prochaine fois, la crise sera trop vaste et le *bail-out* trop modeste pour l'arrêter.

On retrouve les mêmes ingrédients en 1998 qu'en 2008 : un levier démesuré, des dérivés, et des modèles de risques obsolètes auxquels on se fie. L'effondrement de 2008 aurait pu être évité si des leçons avaient été tirées de l'affaire LTCM, puis appliquées. Mais Wall Street et Washington ont préféré fermer

les yeux sur ce qu'il s'était produit en 1998. Les responsables politiques, notamment le président de la Fed, Alan Greenspan, et le secrétaire du Trésor, Larry Summers, ont continué de croire à leurs modèles de risque erronés. Au lieu de tirer des leçons, Greenspan et Summers sont allés encore plus loin en soutenant la révocation de la loi Glass-Steagall, ainsi que la déréglementation des dérivés, qui ont rendu l'effondrement de 2008 inévitable.

Aujourd'hui, les leçons sont de nouveau dédaignées. Wall Street a repris sa routine en s'appuyant sur des modèles trompeurs tels que la VaR (Value at Risk²⁶). La prochaine catastrophe sera plus importante, de façon exponentielle, que les deux précédentes. La prochaine fois, le monde ne pourra pas rebondir.

Les experts

C'est en février 1994 que j'ai rejoint le fonds LTCM, où mon responsable était le fondateur de l'entreprise, le légendaire trader obligataire, John Meriwether, surnommé « JM ». Je suis arrivé avant que le fonds n'ouvre ses portes, et je suis resté jusqu'au bout, tout au long de son effondrement, du sauvetage et du dénouement d'août 1999. Parmi les associés fondateurs figuraient deux lauréats du prix Nobel, ainsi que d'autres pères de la finance moderne. LTCM réunissait à lui seul un nombre d'experts financiers jamais vu ailleurs, y compris dans les universités et *think-tanks*.

26 La Value-At-Risk représente la perte potentielle maximale d'un investisseur sur la valeur d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs financiers qui ne devrait être atteinte qu'avec une probabilité donnée sur un horizon donné.

Elle est, en d'autres termes, la pire perte attendue sur un horizon de temps donné pour un certain niveau de confiance

La création de LTCM est née de la quasi-disparition de Salomon Brothers en 1991. Aujourd'hui, le nom de Salomon n'évoque plus grand-chose. Pourtant, dans les années 1980, Salomon était synonyme d'immenses paris obligataires et de stratégies de trading complexes, dont un grand nombre avait été inventé par Meriwether. En août 1990 et mai 1991, Paul Mozer, un collaborateur de Meriwether, accapara illégalement le marché des bons du Trésor à deux ans et mentit à la Réserve fédérale à propos de ses trades. Mozer avoua ses délits à Meriwether qui en informa immédiatement John Gutfreund, P-DG de Salomon à l'époque, de même que le président et le responsable juridique de l'entreprise. Ces trois responsables sabotèrent l'enquête interne et omirent de déclarer immédiatement ces délits au gouvernement.

Le scandale atteignit un seuil critique le 18 août 1991, lorsque le département du Trésor décida d'interdire à Salomon toute participation directe sur le marché des bons du Trésor. Warren Buffett, investisseur majoritaire de Salomon, savait qu'ils s'agissait d'une condamnation à mort et que Salomon devrait se déclarer en faillite, ce qui anéantirait son investissement. Mais au-delà de son investissement, quelque chose d'autre l'inquiétait. Buffett pensait que si une nouvelle faillite intervenait aussi vite sur le marché obligataire, après celle du géant Drexel Burnham, cela pourrait déstabiliser le système financier mondial. Une double faillite Drexel-Salomon, c'était peut-être plus que ne pouvaient en supporter les marchés.

Buffett contacta le secrétaire du Trésor, Nicholas F. Brady, et parvint à convaincre le Trésor de lever partiellement l'interdiction quatre heures plus tard. En échange, Buffett accepta de faire le ménage, d'injecter de l'argent frais et

d'assumer la direction des opérations de Salomon jusqu'à ce que l'entreprise soit stabilisée.

Gutfreund démissionna sous la pression, de même que le président, Tom Strauss, et le responsable juridique, Don Feuerstein. Pour Meriwether, l'affaire était plus compliquée car c'était lui qui avait fait part du délit en interne. Mais il était vice-président de Salomon, et dans le tollé, la Fed estimait que toute l'équipe dirigeante devait partir. On demanda à Meriwether de démissionner. Sa carrière à Wall Street était terminée. JM se retrouva donc « on the beach », en jargon de Wall Street – sur le carreau.

Meriwether entreprit de créer une nouvelle société, un *hedge fund* non réglementé, ni par la Fed, ni par la SEC, et qui lui permettrait de poursuivre ses stratégies de trading complexes, en secret, hors de toute surveillance de l'État, des médias ou des banques. Il recruta systématiquement ses anciens collègues de Salomon ainsi que de nouveaux visages issus du monde universitaire. L'entreprise fut nommée Long Term Capital Management. L'annonce de la création de LTCM fut publiée dans le *New York Times*, le 5 septembre 1993, sous le titre « John Meriwether Rides Again²⁷ ».

LTCM s'établit à Greenwich, dans le Connecticut. Outre Meriwether, les associés de l'entreprise comptaient deux futurs lauréats du prix Nobel, Myron Scholes et Robert C. Merton, ainsi qu'un ex-vice-président du Conseil de la Réserve fédérale, David Mullins Junior. Mais les talents en présence dépassaient de loin Scholes, Merton et Mullins. L'économiste italien Alberto Giovannini (moins connu mais tout aussi accompli : il a dirigé l'équipe technique ayant créé l'euro) en faisait également partie.

27 John Meriwether se remet en selle

De même que Greg Hawkins, « The Hawk » (le Faucon), issu de l'université de Berkeley, section finance, où il avait côtoyé Janet Yellen. Parmi les plus jeunes figurait Matt Zames, dans la course pour succéder à Jamie Dimon à la tête de JPMorgan, lorsque ce dernier partirait.

Au-delà de ses associés, LTCM a également tissé sa toile d'araignée autour des soutiens financiers du fonds. L'un des principaux investisseurs était le Trésor italien. Cette connexion fut essentielle, car LTCM était le plus grand négociant mondial d'obligations souveraines italiennes. Parmi les autres investisseurs figurait le Kuomintang, l'armée chinoise nationaliste de Tchang Kaï-chek, qui a dominé Taïwan pendant des dizaines d'années.

Certaines des plus grandes banques mondiales, dont Sumitomo, la banque japonaise, Deutsche Bank en Allemagne et UBS en Suisse, ont réalisé d'importants investissements baptisés « relations stratégiques », en tout euphémisme. Cela signifiait que l'information circulait dans les deux sens, entre les traders de LTCM et les dirigeants des banques. Au sein de l'univers financier mondial, LTCM occupait désormais une position presque centrale.

Ce qui unissait ces talents, c'est qu'ils croyaient *mordicus* à la doctrine financière moderne : l'efficacité des marchés, le retour à la moyenne, les attentes rationnelles et la distribution normale du risque. En gros, cela signifiait que si deux instruments présentaient un risque de crédit et des liquidités identiques, alors ils devaient se négocier à des prix identiques. On scrutait les marchés à l'aide de modèles sophistiqués et d'une énorme puissance de calcul informatique afin d'identifier des écarts de prix.

Prenons un exemple. Mettons qu'il ne reste que deux ans avant l'échéance d'un bon du Trésor à cinq ans (émis il y a trois ans, donc). Or le Trésor émet également de nouveaux bons à deux ans. Cet ancien bon à cinq ans, et le nouveau bon à deux ans se retrouvent avec des maturités identiques, et devraient donc se négocier à des prix octroyant des rendements identiques. Il n'y a aucune différence matérielle entre ces bons car ils ont été émis par le même État, et arrivent à échéance au même moment.

Or parfois, les rendements n'étaient pas équivalents. Deux bons du Trésor pouvaient se négocier avec des rendements différents, sans que la note de crédit ou bien d'autres critères ne puissent l'expliquer. Les raisons expliquant ces divergences de prix pouvaient venir du type de liquidité privilégié par les institutions. Certains investisseurs ne voulaient que des nouvelles obligations dites « *on the run* » et évitaient les anciennes dites « *off the run* ». Lors des nouvelles émissions, les obligations *off the run* étaient alors vendues pour pouvoir acheter des bons *on the run*. Les choix de liquidité effectués par les investisseurs faisaient baisser temporairement le cours des anciens bons et augmenter celui des nouveaux bons.

Pour les adeptes de l'efficience des marchés, ces choix n'avaient aucun sens car les deux bons du Trésor étaient « fondamentalement » identiques. LTCM considérait qu'une différence de prix, dans ce contexte, était une anomalie, et l'exploitait en achetant d'anciens bons et en vendant à découvert (shortant) des bons récents. En réalité, LTCM prenait la transaction à contrepied. En achetant le titre bon marché et en vendant celui qui était cher, LTCM jouait le différentiel (*spread*) entre les deux titres.

Avec le temps, les marchés se normaliseraient. Le nouveau titre deviendrait « ancien ». Le différentiel entre les deux titres

convergerait. LTCM débouclerait le trade en vendant sa position longue plus cher et en rachetant son short : elle empocherait alors le *spread*. Comme les bons présentaient le même risque et que les positions longues et courtes de LTCM se compensaient, cette stratégie était considérée comme ne présentant quasiment aucun risque. Le gain consistait à exploiter simplement ce choix de liquidités, irrationnel, qu'effectuaient les autres investisseurs.

Cet arbitrage sans risque comportait d'innombrables variantes. Des différences de prix survenaient en dehors de l'adjudication d'obligations souveraines.

Les titres pouvaient être taxés de façon différente, et un arbitrage pouvait naître de la comptabilisation de cette taxe. Des différences pouvaient survenir, entre titres, dans deux devises différentes. Les ajustements de prix s'effectuaient en fonction du risque de change, lequel pouvait être couvert par un autre trade. Mais chaque fois qu'une quelconque différence se manifestait, les ordinateurs de LTCM étaient prêts à acheter le titre bon marché et à vendre à découvert le titre plus cher. Ensuite, LTCM attendait que le *spread* converge et empochait un gain dépourvu de risque. LTCM se montrait rationnel chaque fois que les marchés étaient irrationnels.

Cette stratégie posait un problème : si les gains étaient réguliers, ils étaient tout de même modestes. Les dynamiques de marché tendent à empêcher les *spreads* d'aller trop loin. LTCM a réglé ce problème grâce à l'effet de levier. Le potentiel de gain réalisé sur un trade pouvait être modeste, disons 2% annualisé. Mais si l'on appliquait un levier de 20, le rendement de 2% se transformait en 40%.

LTCM n'était pas une banque, même si elle a agi comme si elle en était une. Comment un fonds pouvait-il emprunter assez d'argent pour obtenir un levier de 20 ? Les fonds étaient empruntés via des accords de « repo ». Dans le cadre d'un *repo*, une obligation achetée à un intermédiaire est nantie auprès d'un autre intermédiaire afin de lever des fonds et d'acheter davantage d'obligations. Cela produit une pyramide inversée constituée d'obligations, de nantisements et de prêts posés en équilibre sur un tout petit socle de liquidités.

Une autre technique pour générer du levier consistait à cacher des trades dans le hors bilan grâce aux swaps. Les swaps sont des contrats qui, économiquement, sont des trades obligataires mais ils ne font pas intervenir d'obligations réelles. Les contreparties de ces swaps spécifient un taux fixe, une maturité et une devise qui répliquent de façon synthétique les flux financiers souhaités, et ce sans achat d'obligations. L'effet de levier du swap est plus élevé que celui des repo car les swaps sont hors bilan, du point de vue de la contrepartie (une banque). Les exigences de fonds propres bancaires étaient moins élevées avec les swaps qu'avec les repo. Si les swaps hors bilan avaient été pris en compte de la même façon que les repo, le levier réel de LTCM n'aurait pas été de 20 mais de 300. Les accords de swap de LTCM ont fini par dépasser les 1 000 milliards de dollars.

Ces stratégies d'arbitrage et d'effet de levier ont fonctionné. Pour les investisseurs, les rendements se sont élevés à 20% en 1994, 43% en 1995, 41% en 1996 et 17% en 1997. En quatre ans, LTCM avait presque fait tripler l'argent des investisseurs.

Cela se déroulait en réalisant des trades soi-disant dépourvus de risques. Vu de l'extérieur, on aurait dit que LTCM avait inventé la machine financière à mouvement perpétuel. Grâce à ces gains importants et aux honoraires élevés facturés par LTCM,

les associés ont gagné des centaines de millions de dollars. Les outsiders ignoraient que, dès 1997, les plus grands investisseurs de LTCM étaient les associés du fonds en personne.

Ce fut une période grisante. Des professeurs et des responsables politiques venaient sur place pour déceler le mystère. Ces visites des bureaux étaient bizarres car il n'y avait pas grand-chose à voir. La vue panoramique sur le port de Greenwich était superbe, mais étrangement silencieuse. À l'opposé de l'ambiance bruyante des salles de marché de Wall Street, le silence régnait chez LTCM. C'étaient les ordinateurs qui faisaient le travail. Le style de trading de LTCM signifiait qu'une fois qu'un trade était enregistré, il pouvait rester là pendant des mois ou des années, à mesure que les *spreads* convergeaient lentement et que les gains dépourvus de risques s'engrangeaient. Les associés débattaient des stratégies lors de réunions qui ressemblaient plus à des séminaires universitaires qu'aux combats rapprochés existant dans certaines banques. Lorsqu'il faisait beau, on avait plus de chances de trouver Meriwether et ses associés sur les parcours de golf, non loin de là, au Winged Foot Country Club, que dans la salle de trading. Il n'y avait aucune raison de ne pas jouer au golf puisque les ordinateurs maîtrisaient la situation.

JM, en tant que personnage public, était ce « maître de l'univers » de Wall Street, audacieux et effronté, décrit dans deux livres emblématiques : le roman de Tom Wolfe, en 1987, *Le bûcher des vanités* (*Bonfire of the Vanities*), et les mémoires comiques de Michael Lewis, en 1989, *Poker menteur*. Wolfe raconte l'histoire d'un trader obligataire plus vrai que nature, Sherman McCoy, qui occupe un poste semblable à celui de Meriwether chez Salomon Brothers. Impossible d'échapper à la comparaison. Lewis raconte une anecdote réelle, concernant un pari d'un

million de dollars passé dans la salle de trading de Salomon entre Meriwether et Gutfreund sur un simple coup de poker menteur, une légende qui a poursuivi JM.

En fait, JM était calme et un peu timide. Il s'entourait d'amis sur un parcours de golf ou aux courses, mais fuyait les médias et les mondanités habituelles dont s'accompagne la réussite, dans le monde des *hedge funds*. JM adorait les courses de pur-sang et possédait plusieurs chevaux. Pendant ses rares loisirs, il était membre du conseil d'administration de la New York Racing Association, exploitant les trois principaux champs de course de New York, dont Belmont Park, où se déroule Belmont Stakes, la troisième et dernière étape du Triple Crown. Chez LTCM, on pratiquait régulièrement des séminaires d'intégration en passant une journée au champ de course.

Les pur-sang, les parcours de golf et le calme de Greenwich, n'évoquaient en rien une ruche résonnant de cris empreints de testostérone, où règne la foire d'empoigne. Et d'ailleurs, LTCM n'avait rien de tout cela. Les modèles et les ordinateurs généraient les gains. Les associés étaient les pilotes d'un avion en mode automatique. De temps à autre, il fallait bien intervenir afin de gérer des turbulences imprévues, mais sinon, on laissait le pilote automatique guider l'avion jusqu'à sa destination finale. Sous réserve que l'autopilote soit correctement programmé, tout allait bien.

Toutes les grandes banques du monde voulaient participer. Les banques étrangères faisaient la queue pour investir. Elles voulaient avoir les mêmes relations stratégiques dont bénéficiaient les banques ayant investi à la première heure. D'autres voulaient être les contreparties des accords de swap. Les banques pouvaient enregistrer les trades de LTCM, puis se couvrir sur le marché et empocher leurs gains sans risque.

Souvent, le risque était transféré vers d'autres banques qui détenaient des swaps chez LTCM. C'était un carrousel de risques transférés de place en place et finissant au même endroit : dans les banques. On aurait dit que la musique de ce carrousel n'allait jamais s'arrêter.

La technologie financière de LTCM ne s'est pas limitée à l'arbitrage de titres à rendements inventé par Meriwether dans les années 1980. De nouvelles structures ont été découvertes. Comme le raconte Gillian Tett, dans son livre remarquable *Fool's Gold*, LTCM a co-inventé le marché du CDS de la dette souveraine, cette couverture sur les « événements de crédit » en 1994 (à peu près au même moment que l'a fait JPMorgan), au cours d'un week-end à Miami.

LTCM était le plus grand détenteur de dette souveraine italienne, jouant sur un arbitrage complexe impliquant les taux d'intérêt italiens, différents instruments de dette, et des retenues fiscales à la source italiennes sur les intérêts versés aux investisseurs étrangers. LTCM pouvait couvrir les risques liés aux taux d'intérêts, aux taux de changes et à la fiscalité. Le seul risque que le fonds ne pouvait pas couvrir était le risque de défaut du gouvernement italien. Si ce risque était infime, il n'était pas inexistant. La position obligataire était si importante que le moindre risque, analysé sur le plan statistique, générait d'énormes pertes prévisibles.

LTCM devait donc faire disparaître le risque de défaut italien. Il fallait une assurance qui n'existait pas à l'époque, alors nous l'avons créée.

Arjun Krishnamachar, trader chez LTCM, et moi-même avons fait équipe pour inventer cette nouvelle assurance. Nous avons trouvé quelqu'un, dans la branche milanaise du

gigantesque groupe bancaire Sumitomo, qui acceptait d'agir en tant que contrepartie. Cette branche possédait des actifs en Italie et voulait bien endosser le risque italien en échange d'un certain prix. Le travail d'Arjun consistait à élaborer des formules permettant d'évaluer le prix de cette assurance. Mon travail, en tant que juriste, était de rédiger un contrat définissant les cas de défaut. C'était bien avant que le secteur n'ait standardisé les conditions entourant les CDS. Nous sommes partis d'une page blanche.

Bien entendu, si le gouvernement ne payait pas, c'était un cas de défaut. Ça, c'était facile. Mais un gouvernement pouvait ne pas honorer ses obligations vis-à-vis des détenteurs de dette de multiples façons, notamment par le contrôle des capitaux, les retenues fiscales à la source, le gel des actifs et l'hyperinflation. Nous devons réfléchir à tous ces cas de figure, sinon l'assurance ne rembourserait rien au moment où elle s'avèrerait nécessaire. C'était comme souscrire une assurance contre les ouragans ne couvrant que les dégâts provoqués par le vent, mais pas les inondations. Nous voulions être sûrs d'être bien protégés contre les inondations. Le CDS sur dette souveraine fut notre première innovation. Mais ce ne fut pas la dernière.

L'avarice

Après les premiers succès et les milliards de dollars de profits réalisés, l'avidité se manifesta. On recherchait de nouvelles façons de gagner de l'argent en recourant au levier et aux dérivés.

Les associés étendirent leurs activités à l'arbitrage sur actions dans le cadre de fusions/acquisitions. Ces arbitrages sur fusion visaient notamment l'écart (*spread*) entre le prix auquel une

société proposait d'en racheter une autre, et le cours actuel de l'action de la société ciblée.

Si la société A proposait d'acheter la société B à 25 \$ l'action, payables en actions de la société A, et que l'action de la société B se négociait à 21 \$, il était facile de shorter la société A et d'acheter la société B. Dans ce cas, on récupérait 4 \$ par action. On débouclait le trade en remettant les actions B lors de l'accord, en recevant les actions A en échange, puis en couvrant la position short avec des actions A, tout en empochant un gain de 4 \$ par action.

Dans ce type de trade, le risque est le suivant : en cas d'échec de la transaction, l'action de la société B chute à un niveau inférieur. Les associés de LTCM l'avaient compris. Leur raisonnement voulait que, statistiquement, la plupart des transactions aboutissent et que les gains sur les opérations gagnantes compensent les pertes sur les opérations qui, de temps à autre, n'aboutissent pas. Ce qui comptait, c'était de réaliser d'énormes profits sur les opérations gagnantes. Or la clé pour y parvenir, c'était le levier hors bilan.

LTCM ne se positionnait pas véritablement sur les titres des sociétés faisant l'objet d'une acquisition. Les associés de LTCM ne connaissaient pas grand-chose au marché actions. Pour eux, tout tournait autour des maths. Acheter et vendre des actions dans le cadre d'accords de rachats d'entreprises revient cher en raison des commissions et des marges d'intérêt sur les positions short. LTCM avait recours à un panier d'actions concocté par son principal courtier, Bear Stearns. Dans le cadre d'un swap portant sur un panier d'actions, on fixe une limite à la dimension du panier en question. Dans le cas du swap sur actions de LTCM-Bear Stearns, le panier contenait 15 Mds \$ d'actions. LTCM plaçait des éléments dans le panier, ou en retirait en passant un

coup de fil à la division swaps de Bear Stearns. Pour LTCM, le swap générait le même gain ou la même perte que si le fonds détenait de véritables actions, sans les frais ou exigences de fonds propres liés à la détention effective de titres.

Les arbitragistes de l'ancienne école observèrent avec perplexité l'arrivée de LTCM sur leur marché. Ils avaient passé des décennies à développer des modèles analytiques permettant d'évaluer si une transaction aboutirait ou non. Ils achetaient et vendaient de véritables actions et payaient des frais financiers élevés pour le faire. Les opérations de rachat avortées étaient leur pire cauchemar. LTCM ne connaissait rien aux actions et ne se souciait pas qu'une opération de rachat échoue de temps à autre. L'avantage concurrentiel de LTCM résidait dans un levier élevé et des probabilités statistiques : un jeu mathématique de plus.

Les associés ont suivi cette stratégie à une époque où les plus grandes opérations de rachat ont eu lieu, notamment Lockheed-Boeing, MCI-WorldCom et CiticorpTravelers. LTCM intégrait dans son panier de swap une sélection de positions courtes et longues, puis Bear Stearns réalisait les trades avec de véritables actions afin de couvrir le panier. LTCM et Bear Stearns étaient tous deux couverts. Bear Stearns obtenait des financements bon marché en qualité de négociant. LTCM obtenait des financements bon marché car il recourait à un swap hors-bilan. Tout le monde était gagnant, tout le monde était couvert. Du moins en apparence.

En 1996, quasiment à l'apogée de la réussite et des profits de LTCM, JPMorgan proposa de prendre une participation de 50% dans LTCM, moyennant 5 Mds\$, un prix raisonnable considérant que la direction de la société gagnait plus de 300 M\$ par an, rien qu'en honoraires de gestion. JPMorgan avait aussi

calculé qu'en sa qualité de propriétaire il bénéficierait d'un statut d'investisseur privilégié, et de l'opportunité d'engranger des profits sur trading pour compte propre.

Cette offre fut rejetée. Selon les termes de l'un des associés de LTCM, « si nous valons autant d'argent, alors pourquoi devrions-nous vendre ? ». Ce refus dénotait un orgueil démesuré. Si les associés avaient vendu, alors LTCM aurait fait partie de JPMorgan lorsque la crise de 1998 a éclaté. JPMorgan aurait sauvé LTCM pour préserver sa propre réputation. À l'époque, Bank of America possédait D.E. Shaw, un autre *hedge fund* ayant perdu des milliards en 1998. Or Bank of America a discrètement soutenu D.E. Shaw lors de la crise. Aujourd'hui, D.E. Shaw pèse 37 Mds\$, et mène les activités prospères de gestionnaire d'actifs et de spécialiste des technologies. Shaw avait un grand frère. Mais pas LTCM.

En s'orientant vers l'arbitrage sur les fusions-acquisitions et en rejetant l'offre de rachat de JPMorgan en 1996, LTCM a commencé à creuser sa propre tombe. Cela s'est aggravé en 1997, juste avant l'effondrement, lorsque les associés se sont lancés dans un plan de rachat de leurs investisseurs originels. Ils voulaient être propriétaires de la société de gestion et du fonds lui-même. Ce plan leur permettrait de faire fortune sur plusieurs générations.

En septembre 1997, les capitaux du fonds LTCM s'élevaient à près de 7 Mds\$, soit un bond en avant énorme par rapport au milliard de dollars avec lequel il avait démarré en 1994. Mais les rendements diminuaient. La forte pondération de certaines positions privilégiées par LTCM, entraînait une baisse des rendements marginaux, à mesure qu'elles prenaient plus d'importance. Les banques copiaient les stratégies de LTCM, ce qui rendait ces transactions moins rentables pour tous les

participants. Les associés de LTCM se sont dit que s'ils mettaient à la porte leurs investisseurs originels, ils auraient une part plus importante du gâteau et récupéreraient davantage de profits. Pour s'enrichir, ils allaient lâcher leurs soutiens initiaux.

Le plan des associés comportait deux parties. La première consistait simplement à rendre leur argent aux investisseurs externes par remboursement forcé. Cela s'est déroulé à partir du 31 décembre 1997, avec une distribution de 3 Mds\$ de trésorerie. Ce remboursement a réduit le capital de LTCM d'environ 4 Mds\$. Les associés de LTCM possédaient à titre personnel environ 2,6 Mds\$ de ce capital, le reste se répartissant entre différents tiers.

La seconde partie du plan, menée par Myron Scholes, impliquait une ingénieuse stratégie basée sur les options, en vue de contrôler une part supplémentaire de capital d'un milliard de dollars. LTCM a persuadé UBS de vendre aux associés une option *call* à la monnaie de leur propre fonds, sur sept ans, d'un montant d'1 Md\$. Cette option permettait aux associés de verser 1 Md\$ à tout moment entre 1997 et 2004 pour acheter cette part du fonds, plus les performances enregistrées sur 1 Md\$ à partir du jour où l'option serait vendue. Cela permettait aux associés de posséder de façon effective les futures performances réalisées sur cette part d'1 Md\$ du capital.

UBS a vendu cette option aux associés moyennant 300 M\$, environ, en se basant sur les propres formules de calcul de Scholes. UBS a couvert l'option en investissant 1 Md\$ dans le fonds. À mesure que LTCM gagnerait de l'argent, UBS devrait davantage aux associés, conformément à l'option, tandis que les profits réalisés sur l'investissement dans LTCM compenseraient cette obligation. UBS était couverte, par rapport à cette option, et avait empoché une prime de 300 M\$.

Ce nouvel investissement d'UBS a été utilisé pour financer une partie des remboursements versés aux investisseurs extérieurs, en 1997. Début 1998, au bout de ce processus, le fonds disposait de 4 Mds\$, dont 2,6 Mds\$ appartenant aux associés, 1 Md\$ à UBS, et 400 M\$ à quelques banques étrangères partenaires stratégiques. Comme les associés détenaient en réalité l'investissement d'UBS via la fameuse option, leur participation réelle économique était de 3,6 Mds\$, soit 90% du fonds. LTCM se métamorphosait, passant du *hedge fund* au *multifamily office*, sans aucun investisseur extérieur.

Ce qui était curieux, avec cette option à 1 Md\$ d'UBS, c'est qu'elle ne couvrait que de futurs profits. UBS n'avait pas couvert de futures pertes. Il n'a jamais traversé l'esprit de quiconque que LTCM pourrait perdre de l'argent. UBS pensait avoir assuré un navire insubmersible, alors même qu'elle venait de monter à bord du Titanic.

Le vortex

Les premiers mois de 1998 furent plutôt calmes, sur les marchés financiers. Les profits enregistrés par LTCM étaient modestes mais réguliers. Le fonds était en voie de réaliser une bonne année, même si elle n'avait rien de spectaculaire.

Un an plus tôt, une crise financière avait éclaté en Asie, en juillet 1997, débutant avec la dévaluation du baht thaïlandais. Cette dévaluation avait provoqué une fuite colossale des capitaux spéculatifs en quête de *carry trades* dans la région. Au milieu des années 1990, les investisseurs empruntaient des dollars bon marché, les convertissaient en baht puis investissaient dans des projets de développement thaïlandais à fort rendement, notamment des stations balnéaires et autres biens immobiliers.

On considérait qu'il était peu risqué de convertir des dollars en baht car la banque centrale thaïlandaise maintenait un taux de change fixe face au dollar et que le baht était librement convertible. Contre toute attente, le 2 juillet 1997, la Thaïlande rompit ce *peg* avec le dollar. Immédiatement, le baht chuta de 20%. Les prêteurs essuyèrent des pertes colossales. La Thaïlande se tourna alors vers le FMI et lui demanda une assistance technique. Les investisseurs étrangers se débarrassèrent de leurs investissements locaux et retirèrent leur argent de Thaïlande. Une crise mondiale éclata.

Les turbulences frappèrent ensuite l'Indonésie et la Corée, qui avaient mené des politiques similaires à celles de la Thaïlande. Le 14 août, l'Indonésie rompit le *peg* entre la roupie et le dollar. La roupie coula à pic. La panique gagna les rues. Des émeutes financières éclatèrent. La police riposta avec force et certains émeutiers furent tués. Le FMI imposa des mesures d'austérité qui aggravèrent la situation.

Les investisseurs, partout dans le monde, ne faisaient plus confiance aux politiques de taux de change menées sur les marchés émergents. Ils voulaient récupérer leur argent. Cette crainte se propagea aux économies développées. Le 27 octobre 1997, l'Indice Dow Jones Industrial Average chuta de 554 points, soit la plus forte chute sur une journée, historiquement. Dans les cercles financiers, le mot « contagion » se répandit pour la première fois depuis le début de la nouvelle ère de la mondialisation, en 1989.

Le Fonds monétaire international agit en première ligne pour éteindre l'incendie financier. Il distribua des liquidités à la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande afin que ces pays renforcent leurs positions de réserve. En échange, le FMI imposa de lourdes conditions, notamment des coupures budgétaires, des hausses

d'impôt, des dévaluations et autres mesures draconiennes destinées à sauver les banques et les détenteurs d'obligations aux frais des citoyens ordinaires. Dans la douleur, cette approche de type purgatif fonctionna. En janvier 1998, les événements semblaient sous contrôle. La brigade de pompiers du FMI avait éteint l'incendie.

Dans l'atmosphère sereine de Greenwich, les associés de LTCM observaient ces événements sans inquiétude mais avec curiosité. Si les marchés s'effondraient de façon si soudaine, alors il y avait forcément des actifs bons marchés, un peu partout, susceptibles d'être repérés par les ordinateurs. Meriwether demanda à ses collaborateurs de dénicher des obligations d'entreprises indonésiennes que l'on pourrait acheter à prix cassé. Le sang se répandait dans les rues mais, pour les associés et les ordinateurs de Greenwich, l'Indonésie n'était qu'une opportunité de trade de plus.

En avril 1998, LTCM enregistra des pertes. Les associés ne voyaient pas bien pourquoi. Les marchés semblaient paisibles. Mais sous la surface, la terre avait commencé à trembler.

Le 6 avril 1998, Travelers Group et Citicorp, sociétés parentes de Citibank, annoncèrent une fusion de 140 Mds\$, la plus importante de toute l'histoire. Travelers était contrôlée par la légendaire figure de Wall Street, Sandy Weill. La fusion fut le point culminant du retour de Weill après qu'il ait été poussé hors d'American Express en 1985. Un an avant l'opération Citicorp, le 24 septembre 1997, Weill et Travelers avaient annoncé leur intention d'acheter Salomon Brothers à Warren Buffett. C'était au moment où Buffett sortait de l'opération de sauvetage de Salomon en 1991. Sans qu'on le sache à l'époque, ce mélange d'opérations entre Weill, Salomon et Citicorp allait causer la ruine de LTCM.

Meriwether avait fait ses classes chez Salomon. Sans surprise, chez Salomon, un nouvel escadron de traders formés par Meriwether répliquait ses trades. Ces trades fondés sur des *spreads* étaient volatils. Les *spreads* pouvaient s'écarter avant de converger. Dans ce cas, les pertes valorisées au prix du marché (*mark to market*) apparaissaient dans les comptes. Ces pertes n'avaient jamais inquiété les analystes quantitatifs, car ils étaient certains que les *spreads* convergeraient à nouveau une fois que les marchés se seraient apaisés. Les pertes de trading étaient parfois considérées d'un œil favorable parce qu'elles offraient l'opportunité d'acheter davantage à un meilleur prix, un peu comme si l'on doublait la mise après avoir perdu à la roulette. Mais il y avait une différence : les analystes quantitatifs croyaient que la banque, et non les parieurs, serait toujours gagnante. Les traders misaient sur un pari gagné d'avance : ils allaient gagner gros, ce n'était qu'une question de temps. Ils devaient simplement continuer à doubler la mise.

Weill méprisait cette mentalité et la volatilité qui l'accompagnait. Sa technique avait consisté à bâtir des empires financiers en achetant avec ses propres actions les sociétés qu'il ciblait. Weill souhaitait que le cours de l'action Travelers soit le plus élevé possible afin d'acheter Citicorp en diluant au minimum sa participation au sein de Travelers. Les marchés actions sanctionnent les titres dont les rendements sont volatils, en faisant baisser leur cours. Weill ordonna aux traders de Salomon de clôturer leurs positions sur les *spreads* afin de réduire la volatilité des rendements de Travelers. Les traders rechignèrent mais ils n'avaient pas le choix.

Un débouclage, cela signifiait que les traders vendaient les *spreads* au lieu de les acheter. Cela augmenta les *spreads*, ce qui provoqua des pertes pour des entreprises telles que LTCM et

Goldman, qui réalisaient des trades similaires. Dans un premier temps, les associés de LTCM pensèrent que cela ressemblait plus à une manne supplémentaire. Ils moyennèrent à la baisse. Mais les *spreads* continuèrent de s'écarter. L'ordre de clôture qu'avait passé Weill était en fait un flocon : une avalanche menaçait.

En juin, le calme revint sur le marché. Je profitai de cette accalmie pour me joindre à une expédition en Alaska et escalader le Denali, la plus haute montagne d'Amérique du Nord, dont le sommet dépasse les 6 000 mètres. La saison 1998 fut l'une des pires, historiquement, sur le Denali. Le mauvais temps provoqua des morts, notamment celle d'un ami, le guide Chris Hooyman, aspiré par une bourrasque de plus de 160 km/h alors qu'il décrochait son harnais pour venir en aide à un client en difficulté. Une équipe des forces spéciales britanniques s'entraînant à 5 700 mètres et déplorant des blessés fut secourue grâce à une opération de sauvetage par hélicoptère rarement tentée à une telle altitude. Plusieurs alpinistes coréens trouvèrent la mort en chutant de 900 mètres dans un couloir abrupt surnommé l'Orient Express. J'ai eu de la chance, mon ascension s'est parfaitement déroulée, avec le guide légendaire Dave Hahn, arrivé du Népal en Alaska, après avoir escaladé l'Everest. Je ne m'imaginai pas que cette saison périlleuse, sur le Denali, n'était qu'un avant-goût de ce qui m'attendait à mon retour au bureau.

En août, les *spreads* obligatoires s'étaient à nouveau élargis, et les pertes commençaient à s'amplifier, chez LCTM. Malgré tout, 1998 s'annonçait comme une année mitigée, pour le fonds, avec des gains à un chiffre au lieu des rendements élevés auxquels nous étions habitués : une mauvaise année, mais pas un désastre, donc. Mi-août, je partis en vacances en famille, en Caroline du Nord, dans les Outer Banks. Les autres associés

partirent également en vacances, essentiellement dans des clubs de golf, un peu partout dans le monde. Le Faucon était à Saratoga, pour la saison du Thoroughbred. Les marchés étaient agités. Pourtant, tout suivait son cours, chez LTCM : le golf, les pur-sang et les cocktails au coucher du soleil.

Et puis le séisme survint.

Le lundi 17 août 1998, la Russie fit défaut sur ses dettes intérieures et extérieures, et dévalua le rouble face au dollar. Le fait de faire défaut sur sa dette extérieure libellée en dollar et de dévaluer le rouble constituait en soi un choc déjà important. Mais il n'y avait aucune raison, apparemment, de faire défaut sur la dette intérieure car elle était libellée en rouble et la Russie pouvait en imprimer. Ce défaut sur la dette intérieure n'avait aucun sens et, pourtant, il s'est produit.

La crise financière internationale reprit de plus belle, bien qu'elle n'ait jamais vraiment cessé ; le virus n'avait fait que sommeiller pendant un temps. La contagion s'était propagée de l'Asie à la Russie. Les investisseurs qui étudiaient les actes inexplicables de la Russie ont décidé que tout était possible. On catalogua le Brésil comme prochain domino qui allait s'effondrer. Soudain, tout le monde voulait récupérer son argent. Les actions coulèrent à pic, les liquidités devinrent reines et rien d'autre n'avait d'importance.

Le vendredi 21 août au matin, le téléphone retentit dans ma résidence de vacances, dans les Outer Banks. L'interlocuteur était Jim McEntee, l'un des associés de LCTM, et le seul ayant le tempérament des traders de l'ancienne école. McEntee n'avait pas de doctorat ; il avait gravi les échelons d'un poste au back office, chez Chase, jusqu'à la création de sa propre banque d'investissement, qu'il avait ensuite vendue à HSBC. Il avait

un flair mystérieux, en matière de marchés, quelque chose qui ne pouvait se calculer. Voici ce qu'il m'a dit : « Jim, nous avons perdu 500 M\$ hier ; les associés se réunissent dimanche. Il faudrait que vous rentriez pour cette réunion. » C'est ce que j'ai fait. Nous avons chargé la voiture et parcouru les neuf heures de route jusque dans le Connecticut. Les six semaines suivantes s'apparentent à une interminable journée de plan Orsec.

LTCM menait 106 stratégies impliquant des actions, des obligations, des devises et des dérivés dans 22 pays du monde. De l'extérieur, ces trades avaient l'air d'être diversifiés. Le panier des valeurs françaises était peu corrélé avec les obligations souveraines japonaises. Les prêts immobiliers néerlandais étaient peu corrélés au rachat de Lockheed par Boeing. Les associés savaient qu'ils pouvaient perdre de l'argent sur un trade en particulier. Mais le registre global était soigneusement conçu afin d'augmenter les gains potentiels sans accentuer la corrélation. Les trades étaient conçus afin de générer des profits composites fondés sur la valeur relative des *spreads*, même si ces derniers s'écartaient au sein d'un trade spécifique.

Cette diversification était un mirage. Elle n'existait que si les marchés étaient calmes et que les investisseurs avaient le temps de déterminer la valeur et de faire converger les *spreads*. Toutefois, un fil caché reliait la totalité de ces 106 stratégies, ce que Scholes a appelé plus tard la « corrélation conditionnelle ». Tous les trades reposaient sur le fait de fournir des liquidités à une contrepartie qui en voulait bien à ce moment-là. LTCM achetait les risques que les autres voulaient vendre. *Soudain, tout le monde voulait tout vendre*. Les investisseurs n'avaient que faire de la valeur relative ; ils voulaient de la valeur absolue sous forme d'argent sonnante et trébuchant. La solution prévue par LTCM, à cet égard, était un volant de capitaux permettant de surmonter

des demandes temporaires de liquidité. Les 4 Mds\$ de fonds propres étaient censés suffire. Or il s'avérait que LTCM avait construit une digue de trois mètres pour stopper un tsunami de 15 mètres. Après avoir perdu 500 M\$ en un seul jour, les 4 Mds\$ ne dureraient pas longtemps.

La première réaction de LTCM fut de procéder à une nouvelle augmentation de capital. On estimait qu'1 Md\$ serait suffisant en vue de couvrir les pertes et de rétablir la confiance. Le temps était compté. Les associés connaissaient le volume des pertes, mais pas les banques, ni les régulateurs. Normalement, les *hedge funds*, dont LTCM, déclaraient leurs résultats mensuellement ; la situation réactualisée quotidiennement n'était pas rendue publique. Le prochain rapport destiné aux investisseurs refléterait les pertes à la clôture des comptes au 31 août. Nous disposons d'une semaine pour lever 1 Md\$ avant que le monde ne découvre ce qu'il s'était produit.

Le mois d'août est le pire mois pour réaliser quelque chose, et à plus forte raison lever 1 Md\$. Les riches et puissants sont tous en vacances sur leurs yachts et dans leurs villas, dans des endroits prestigieux. Mais les associés de LTCM bénéficiaient des meilleures relations au monde, dans l'univers financier. George Soros, le prince Alwalid Ben Talal et Warren Buffett furent contactés. J'appelle ces trois personnes les « usual suspects ». Ce sont toujours eux que l'on appelle dans l'urgence ; mais ils n'investissent pas toujours.

Buffett nous a éconduits après une réunion polie, à Omaha, qui s'est tenue avec Eric Rosenfeld, associé de LTCM. C'est bien connu, Buffett se méfie des dérivés, qu'il a qualifiés plus tard « d'armes de destruction massive ». Toutes les valorisations mathématiques que pouvait produire un professeur de Harvard n'allaient rien y changer.

Soros et le prince Alwalid ont également refusé. Leurs raisons étaient subtiles. Une mauvaise situation peut toujours s'aggraver. Si LTCM détenait des trades sur *spread* avec des gains intégrés, ces gains potentiels ne pouvaient qu'augmenter à mesure que les *spreads* s'élargissaient. Pourquoi lancer une bouée de sauvetage à un homme qui se noie alors que vous pouvez attendre qu'il se soit noyé pour récupérer son assurance-vie ? Soros pouvait se permettre d'attendre ; la situation de vendeurs aux abois ne peut que s'aggraver.

Au 31 août, les pertes de LTCM s'élevaient à 2 Mds\$, soit 50% de son capital d'origine. Cela semblait surréaliste que nous tenions encore debout, que nous honorions les appels de marge et que l'activité fonctionne au quotidien. La raison était simple : nos contrats ne fournissaient aucune porte de sortie aux contreparties. LTCM refusait systématiquement d'accepter des clauses de résiliation aux critères aussi subjectifs qu'un « événement négatif majeur²⁸ ». L'argument que nous avançons était que la résiliation anticipée du contrat pouvait se déclencher à partir du moment où il ne restait plus que 500 M\$ de fonds propres. À ce stade, les contreparties pouvaient annuler leurs transactions et récupérer le collatéral. Cela tenait la route en 1994, lorsque le capital était de 1 Md\$; le déclenchement à 500 M\$ équivalait à une chute de 50%. Une fois que le capital avait atteint les 4 Mds\$, ce même déclencheur représentait une baisse de près de 90%. À ce stade, l'effondrement ne peut être arrêté ; une marge de 10% ne peut pas vous sauver. Les banques se sont aperçues avec horreur qu'elles étaient embarquées dans le même avion en flammes que les associés de LTCM, et prisonnières de leur ceinture de sécurité. Tout le monde allait s'écraser en même temps.

28 *Material Adverse Change*, MAC

Puis une nouvelle panique s'est emparée des banques. Que se passerait-il si les pertes provenant de LTCM provoquaient la faillite d'une des banques ? Que se passerait-il si votre banque était également exposée à cette banque en faillite ? Qui étaient les maillons faibles, et comment s'achèverait la crise ? Désormais, non seulement les banques avaient peur de LTCM, mais également les unes des autres.

Le 2 septembre, nous avons publié nos résultats du mois d'août à l'intention des investisseurs. J'ai rédigé une lettre aux investisseurs, localisé Meriwether dans le vestiaire de notre salle sport et lui ai demandé de la signer. Il avait la mine d'un homme sur le point de signer son propre arrêt de mort. Je savais que la lettre « fuiterait » immédiatement. En 1998, nous utilisions encore la télécopie. Je devais envoyer quarante lettres, environ. Les premiers destinataires ont communiqué la lettre à Bloomberg avant même que la dernière télécopie ait été envoyée.

CNBC a également récupéré l'information. Désormais, la crise ne tournait plus autour de la Russie ou du Brésil, elle tournait autour de LTCM. Nous étions dans l'œil du cyclone.

L'hémorragie s'est poursuivie début septembre. Nous avons poursuivi notre stratégie d'augmentation de capital ; mais à présent, l'objectif était de 2 Mds\$. Comme notre réseau personnel n'avait pas fonctionné, nous avons engagé Goldman Sachs comme banque. C'est une équipe de négociateurs qui a débarqué dans nos bureaux de Greenwich. J'ai abordé l'avocat de Goldman et lui ai demandé de signer un accord de confidentialité. Il a éclaté de rire en disant : « Nous ne signons rien ». Je n'avais aucun pouvoir mais je savais à quoi m'en tenir. J'avais passé suffisamment de temps à Wall Street pour savoir que les comportements de prédateur constituaient la règle, et non l'exception.

Un cadre supérieur de Goldman a copié nos positions dérivées sur un CD-ROM qu'il a remis à un jeune banquier qui s'est dirigé vers une limousine et a regagné directement le siège de Goldman, près de Wall Street. Les traders de Goldman ont veillé toute la nuit, pour utiliser les données de LTCM et court-circuiter leurs clients sur les marchés, partout dans le monde. Goldman, sous la direction de Jon Corzine, était impliqué dans des trades sur *spreads* semblables à ceux de LTCM et perdait lui-même des millions. À l'aide des données de LTCM, Goldman a débouclé des trades avec la précision d'un missile balistique, au lieu de devoir le faire sans distinction à la mitrailleuse. Au bout du compte, Goldman n'a pas réussi à lever des fonds pour LTCM mais il a accompli sa mission en termes d'obtention d'informations privilégiées. Si Goldman ne pouvait sauver le système, alors la banque allait au moins sauver sa peau.

Le 17 septembre, la veillée mortuaire a commencé. LTCM avait encore des liquidités et des fonds propres mais aucune chance de se rétablir malgré ce que voulaient bien croire certains associés. Un coup de téléphone discret a été passé à la Réserve fédérale de New York. Nous ne demandions pas de sauvetages et ne nous attendions pas à ce qu'il y en ait un. Pour nous, il était inconcevable que la Fed sauve un *hedge fund*. Nous voulions simplement que la Fed soit informée de la situation. Cela nous paraissait étrange que Goldman détienne nos informations et non la Fed. Alors nous avons invité la Fed à venir.

Le dimanche 20 septembre, une délégation de la Fed et du Trésor est arrivée dans nos bureaux de Greenwich, sous la direction de Peter Fisher, qui dirigeait les opérations *d'open-market* à la Fed de New York. Fisher était accompagné d'un proche collaborateur, Dino Kos, et de Gary Gensler, alors secrétaire adjoint du Trésor et protégé du secrétaire au Trésor,

Bob Rubin. Fisher, Kos et Gensler se sont assis dans la salle de conférence avec Meriwether, moi-même et les associés. Au cours des cinq heures qui ont suivi, nous avons fait le tour des positions de LTCM, ligne par ligne, trade par trade, contrepartie par contrepartie. Lorsque nous avons terminé, Fisher était livide. Il a fait la remarque suivante : « Nous savions que vous pouviez faire fermer le marché obligataire mais nous n'avions pas la moindre idée que vous pouviez aussi le faire avec les marchés actions ». Il réagissait aux 15 Mds\$ d'actions liées aux acquisitions qui figuraient dans nos comptes. Si LTCM faisait faillite, les positions couvertes sur les actions détenues par Bear Stearn deviendraient instantanément détentrices nettes²⁹, à mesure que le short en faveur de LTCM disparaîtrait. Bear se débarrasserait alors de 15 Mds\$ d'actions dans un marché en baisse, afin d'équilibrer ses propres comptes. Ces ventes provoqueraient inévitablement une crise et une contagion sur les marchés.

Fisher a organisé un petit-déjeuner le lendemain matin, le 21 septembre, auquel participaient les dirigeants de JPMorgan, Goldman, Citibank et Merrill Lynch. Ce groupe savait que lorsque LTCM ferait faillite, ces couvertures partant en fumée qui menaçaient Bear Stearns ressortiraient dans toutes les principales banques de tous les marchés du monde. Voilà comment un risque net, au sein de marchés paisibles, se métamorphose en risque brut lorsque les marchés sont en difficulté. La conclusion était donc inévitable : LTCM était trop grosse pour faire faillite. Le sauvetage a commencé, mais Wall Street ne savait pas vraiment LTCM : il se sauvait lui-même.

29 *net long*

Le mercredi 23 septembre, le groupe s'est agrandi pour inclure d'autres établissements importants de Wall Street. Ce soir-là, nous avons reçu une liste de conditions, émanant de ce que l'on nommait désormais le Consortium. Leur accord prévoyait une injection de 4 Mds\$ de liquidités, répartie entre seize banques, à raison de 250 M\$ par banque. Il y avait également une lueur d'espoir. Le Consortium ne toucherait pas à l'équipe de LTCM afin de déboucler les trades – comme si nous avions construit un réacteur nucléaire et que nous étions les seuls à savoir comment actionner les commandes sans provoquer sa fusion. C'était entièrement vrai.

Le Consortium voulait bien valoriser le fonds à 400 M\$. Cela signifiait que nous pouvions conserver dix cents par dollar des 4 Mds\$ que nous détenions encore six semaines plus tôt. C'était généreux car nous étions à quelques jours de tomber à zéro. Mais pour certains des associés qui voyaient la valeur nette de leur participation chuter de 300 M\$ à 30 M\$, le traumatisme était intolérable. Les jours suivants, nous avons dû appeler des ambulances à plusieurs reprises pour des associés souffrant de stress. Certains ont signé les accords en pleurant. Cette situation avait des airs de tragédie shakespearienne, sans l'effusion de sang.

L'accord était tout près d'aboutir en douceur lorsque Goldman dégoupilla une nouvelle grenade. Alors même que Goldman participait au Consortium depuis la salle de conférence du dixième étage, à la Fed de New York, la banque orchestra secrètement une offre rivale en s'associant à Hank Greenberg, d'AIG, et à Warren Buffett. Goldman et AIG avaient persuadé Buffett qu'ils avaient des experts en dérivés capables de déboucler les trades de LTCM. Buffett récolterait les profits sans se salir les mains. Ce gang des Trois (AIG, Goldman et

Buffett) émettait une condition : tout le monde devait être immédiatement licencié, chez LTCM. Ils voulaient le contrôle exclusif des trades et des gains futurs qu'ils contenaient. Avec cette offre secrète, Goldman ne court-circuitait plus LTCM mais la Fed elle-même.

Une liste de conditions signée de Jon Corzine, Hank Greenberg et Warren Buffett arriva sur le télécopieur du bureau de Greenwich. Meriwether me remit la télécopie, encore chaude. « Que devons-nous en faire ? » m'a-t-il demandé. Je savais que nous étions les représentants du fonds et que nous devions étudier toutes les offres ; nous ne pouvions faire la fine bouche en fonction de préférences personnelles. Du point de vue d'un représentant, le licenciement n'entraînait pas en ligne de compte. J'ai dit à JM que j'allais m'en occuper.

J'ai appelé un associé senior de Sullivan & Cromwell, le prestigieux cabinet qui représentait les prédateurs. Voici ce que je leur ai dit : « Bon, vous voulez acheter le fonds, mais le fonds est la propriété de fonds nourriciers (*feeder funds*) ». Un fonds nourricier est une personne morale qui prend de l'argent aux investisseurs et le verse dans le fonds principal. Ils sont créés dans des paradis fiscaux afin que les investisseurs étrangers ne soient pas taxés sur les bénéfices réalisés dans leur pays d'origine. « Il faudrait que je mette sur pied un vote des investisseurs du fonds nourricier. Or nous n'avons pas le temps de le faire. Mais il existe un autre moyen. Vous pourriez investir dans un nouveau fonds nourricier, et il pourrait prendre une participation de contrôle dans le fonds. Vous pourriez modifier le pacte des actionnaires et rembourser les fonds nourriciers, ensuite vous posséderiez la totalité du fonds ». L'associé de Sullivan & Cromwell a dit qu'il me rappellerait.

Dans l'heure qui suivit, il tenta de joindre à tout prix Buffett qui était parti pêcher avec Bill Gates dans un coin reculé d'Alaska. Ils n'avaient pas de téléphone portable et les téléphones satellites ne fonctionnaient pas non plus. L'associé de Sullivan & Cromwell m'a rappelé en me disant « je n'arrive pas à joindre Buffett et je n'ai pas le droit de modifier les conditions de l'accord ». Je lui ai répondu : « Que ce soit bien clair. Je ne refuse pas votre proposition ; je dis qu'elle n'est pas faisable : pas de la manière dont vous le souhaitez ». L'avocat a répondu qu'il ne pouvait modifier la proposition. Alors je lui ai dit : « D'accord, alors on ne fait rien », et j'ai raccroché. La tactique de Goldman a été déjouée à cause d'un problème de téléphone. On est revenu au Consortium.

Au 24 septembre, nous avons bien progressé, avec le Consortium. Mais je n'aurais tout de même pas dû sous-estimer l'avidité de Wall Street. Mon téléphone sonna : c'était Warren Spector, l'un des principaux dirigeants de Bear Stearns. Il n'avait pas perdu de temps. « Nous allons vous mettre en faillite. Je suis en route vers la Fed pour le leur dire. Nous sortons du Consortium. Je vous appelle simplement pour que vous le sachiez avant ». Bear retirait son atout du château de cartes et tout l'édifice allait s'écrouler.

La position de Bear était unique. En tant que principal courtier de LTCM, il détenait en permanence 500 M\$ de liquidités du fonds, en garantie. Les autres banques recevaient des garanties au prix du marché, mais cela permettait simplement d'avoir la tête hors de l'eau, et de voir venir. Le collatéral que détenait Bear était entièrement disponible. Il voulait le saisir pour se protéger. En faisant cela, il lâchait tout le reste de Wall Street. Le contrat de courtage entre Bear et LTCM contenait des termes subjectifs.

Malgré les ambiguïtés, Spector profitait à présent de ce contrat pour déclencher notre faillite.

Je n'avais que quelques secondes pour sauver notre accord avec le Consortium et sauver les marchés internationaux. J'ai dit : « Warren, vous avez peut-être raison. Peut-être pouvez-vous le faire. Mais peut-être bien que non. Si vous nous mettez en faillite, demain matin je me réveillerai avec un atout : un procès de 4 000 Mds\$ contre Bear pour rupture de contrat. C'est le montant des gains d'arbitrage intégrés que nous perdrons si nous faisons faillite. Tout le reste de Wall Street se joindra à l'action en justice. Je ne peux vous en empêcher, mais il vaudrait mieux que vous espériez avoir raison car vous jouez votre établissement ». Je savais que Spector était l'un des plus gros actionnaires de Bear. Ma tactique consistait à viser son argent : l'action de Bear serait pénalisée si notre procès aboutissait. La richesse personnelle est le seul langage que comprend Wall Street. Spector a tiqué.

Bear Stearns n'a pas exigé la mise en faillite mais a refusé de se joindre au Consortium. A Wall Street, on s'en est souvenu. Dix ans plus tard, lorsque Bear Stearns a fait faillite, personne n'a versé une larme. Aux yeux de Wall Street, la faillite de Bear, en 2008, vengeait ce coup de couteau dans le dos de 1998.

Du 25 au 27 septembre, nous avons travaillé sans relâche à l'élaboration d'un accord. Tôt le matin du 28 septembre, les marchés ont retenu leur souffle. Soit LTCM pouvait être sauvé, soit cela entraînerait une crise mondiale. Dans la salle de conférence de Skadden Arps, le cabinet juridique gérant le sauvetage, au centre-ville, il y eut de dramatiques événements de dernière minute. Lehman plaida auprès du Consortium pour obtenir une dérogation car ils étaient eux-mêmes au bord de la faillite. Lehman réduisit son nantissement de 250 M\$ à 100 M\$.

Goldman et JPMorgan payèrent la différence. Les mouvements de fonds s'effectuèrent et l'accord fut conclu.

Le matin suivant, le 29 septembre, c'était mon anniversaire. J'avais à peine adressé la parole à ma famille pendant six semaines. Chez LTCM, nous avons travaillé jour et nuit, d'abord pour tenter de sauver le fonds, puis pour tenter de sauver le monde. Mon épouse avait secrètement envoyé un e-mail à toutes mes connaissances pour qu'elles me souhaitent mon anniversaire. Je me suis rendu au bureau, encore étourdi par le choc qui avait pris fin la nuit précédente. J'ai ouvert mon ordinateur. J'avais oublié que c'était mon anniversaire. Ma boîte de réception débordait de messages qui me le souhaitaient. J'ai regardé l'écran et fondu en larmes.

Les leçons (non) retenues

Les leçons à retenir du sauvetage de LTCM étaient limpides. La densité et l'opacité des dérivés signifiaient que ni les régulateurs ni les banques ne savaient où se situait le risque. Les dérivés ont permis d'actionner un levier colossal car les garanties requises étaient infimes par rapport à leur valeur brute. Pour LTCM, le levier était infini car le fonds refusait de comptabiliser la marge initiale ; il offrait uniquement une marge de variation sur perte ou profit une fois que le trade était initié.

Mais il existait un danger bien plus grave que les problèmes évidents de levier et de transparence. Le grand danger, que Wall Street ne comprend toujours pas d'ailleurs, c'est que le risque se situe dans les positions *brutes* et non les positions *nettes*. Un exemple tout simple permet de l'illustrer.

Disons que Goldman Sachs souscrit un contrat de swap de 1 Md\$ auprès de Citibank selon lequel il accepte de régler un

taux d'intérêt au jour le jour basé sur un dépôt en dollar situé à Londres, et qu'il perçoit de Citibank un taux d'intérêt fixe sur le différentiel (*spread*) entre ce taux et un bon du Trésor à cinq ans. Ce swap fixe/flottant signifie que la banque tire initialement profit de la différence entre le taux au jour le jour qu'elle paye et le taux fixe qu'elle perçoit. Pour Goldman, le swap équivaut, en gros, à acheter 1 Md\$ de bons du Trésor à cinq ans, et à financer la position au jour le jour sur le marché des *repo*. Mais aucun bon du Trésor n'entre en jeu, simplement un contrat exigeant des paiements dans les deux sens, sur un *montant notionnel* de 1 Md\$.

À présent, Goldman souscrit un autre contrat de swap de 1 Md\$, cette fois avec Bank of America, selon lequel Goldman perçoit le taux flottant au jour le jour et règle un taux fixe basé sur un bon du Trésor à deux ans.

Si l'on réunit ces deux trades, Goldman perçoit (de Bank of America) et paye (à Citibank) le taux au jour le jour. Le résultat de ces flux financiers est proche de zéro. Goldman est également « long », synthétiquement, sur 1 Md\$ de bons du Trésor, et « court » sur 1 Md\$ de bons du Trésor à deux ans. Le résultat *net* de ces positions notionnelles est proche de zéro (selon les *spreads* convenus). Ces deux trades sur swap sont hors-bilan, invisibles du monde extérieur.

Le risque de marché lié à la position de Goldman se résume au *spread* entre le taux fixe que Goldman règle et le taux fixe qu'il perçoit. Le *spread* entre les bons du Trésor à deux ans et ceux à cinq ans est historiquement bas. Par conséquent, les fonds propres que Goldman est tenu de détenir par rapport à ce risque sont extrêmement faibles. Wall Street se sert de cette formule, appelée *Value at Risk* (VaR) évoquée plus haut, ce qui signifie que Goldman n'a pratiquement aucun risque. Selon les règles comptables et la réglementation appliquées aux swaps, les bons

disparaissent, la comptabilité disparaît et la quasi-totalité du risque de marché disparaît. Tout va bien !

Mais en fait, tout ne va pas si bien. Dans le monde réel, lorsque Citibank et Bank of America passent ces trades avec Goldman, elles en passent également dans le sens opposé afin de couvrir le risque par rapport à Goldman. Les contreparties à ces trades passés avec Citi et Bank of America, qui pourraient être JPMorgan ou UBS, passent à leur tour d'autres trades au sein d'une gigantesque spirale trading à faible risque, qui ne cesse de s'agrandir.

Or que se passe-t-il, si Goldman fait faillite ? Soudain, la couverture de 1 Md\$, prise par Citibank devient longue, en montant brut, car la position courte de Goldman, qui la compensait, a disparu. Citi doit vendre sur le marché 1 Md\$ de bons du Trésor à cinq ans pour rééquilibrer ses comptes. Bank of America est dans la situation inverse : elle doit immédiatement acheter 1 Md\$ de bons du Trésor à deux ans afin de compenser la position courte nette apparue avec la disparition de la position synthétique longue de Goldman.

Il serait alors bienvenu que Citibank et Bank of America disposent d'informations suffisantes afin de se retrouver et de répliquer les swaps sur lesquels Goldman a fait défaut. Mais ce n'est pas facile car aucune d'elles n'a accès aux comptes de Goldman, et le marché est opaque. De nouvelles chambres de compensation atténuent ce risque pour les swaps simples. Mais les chambres de compensation ne couvrent pas les swaps exotiques qui posent toujours des problèmes de liquidités. En outre, les chambres de compensation déplacent simplement le risque des banques vers la chambre de compensation elle-même. Or comment la chambre de compensation peut-elle

rester solvable lorsque de multiples marchés et banques s'effondrent ?

Cet exemple est réaliste, mais simplifié. Il est extraordinairement difficile de remplacer les trades d'une contrepartie en faillite lorsque les montants notionnels s'expriment en dizaines de milliers de milliards de dollars, sous forme de milliers de contrats recouvrant des instruments sous-jacents de type actions, obligations, matières premières et devises, répartis dans les comptes d'une nuée de filiales et d'entités *ad hoc* sur une multitude de marchés partout dans le monde. Voilà pourquoi les banques prestigieuses sont *too big to fail*. Un simple point de défaillance provoque l'effondrement de tout le système.

Les sociologues, les économistes et les médias attribuent à ces effondrements des noms tels que « point critique », « cygne noir », et « moment Minsky ». Ces concepts, aussi pittoresques soient-ils, ne sont pas scientifiques. On cerne mieux les dynamiques de la destruction en se servant de la théorie de la complexité, une science dure qui propose des outils permettant de voir venir ces effondrements.

Le terme de « complexité » est souvent employé de façon peu rigoureuse, comme synonyme de complication ou de connexion. En matière d'analyse de systèmes dynamiques, ces termes ont des significations assez différentes. La complication présente des défis mais ne produit pas pour autant ces résultats totalement inattendus, associés à la complexité, et que l'on appelle propriétés émergentes. Une simple connexion ne produit pas de dynamiques complexes sans faire intervenir d'autres éléments tels que divers agents et un comportement adaptatif.

Les quelques experts en marchés financiers ayant compris la complexité commencent tout juste à appliquer cette science à la gestion du risque. L'émergence, telle qu'observée lors des effondrements de LTCM et, plus tard, de Lehman, compte de plus en plus de partisans mais, pour les régulateurs toujours pris de court, elle reste un territoire inexploré. Même ceux qui la pratiquent de la façon la plus avancée n'ont pas encore assimilé l'importance de *l'échelle*.

L'échelle, au sein des systèmes complexes, est synonyme de dimension, et se réfère en particulier à ces indicateurs qui génèrent le risque. Les cas de LTCM en 1998 et d'AIG en 2008, ainsi que l'exemple précédent, démontrent que le risque est enfoui dans la valeur brute notionnelle des dérivés, et non dans la valeur nette, comme le pensent Wall Street et les régulateurs. La valeur notionnelle brute est une simple mesure d'échelle (il en existe d'autres). Il est peu admis que lorsque la valeur notionnelle brute augmente, *le risque augmente de façon non linéaire*. En gros, si vous doublez la valeur notionnelle brute dérivée, vous ne doublez pas le risque, vous l'augmentez d'un *facteur* qui peut être de dix ou de cent, selon les caractéristiques des systèmes spécifiques. Une loi provisoire, au sein de cette nouvelle science de la complexité se rapportant aux marchés financiers, énonce ce qui suit : *le risque lié aux dérivés augmente de façon exponentielle en fonction de l'échelle mesurée par la valeur notionnelle brute*.

Pour illustrer cela, imaginez un bureau muni de deux tiroirs vides et un dossier posé dessus. Les tiroirs portent les étiquettes A et B. Un collaborateur range tous les soirs ce dossier dans l'un des tiroirs. Le collaborateur peut ranger le dossier dans le tiroir A un soir, puis le ranger dans le tiroir B le soir suivant. S'il gardait une trace de ce qu'il fait, cela produirait une série temporelle A, B. Quelles sont les séries de tiroirs potentielles s'il range le dossier deux soirs de suite ? Les séries potentielles

sont les suivantes : AA, AB, BB et BA, soit quatre combinaisons au total.

À présent, disons que nous augmentons le nombre de tiroirs de deux à trois et que nous les étiquetons « A », « B » et « C ». Quelles sont les différentes façons dont le collaborateur peut ranger le dossier deux soirs de suite ? Les séries potentielles sont les suivantes : AA, AB, AC, BA, BB, BC, CA, CB, CC, soit neuf combinaisons au total.

Dans cet exemple, le nombre de tiroirs a augmenté de 50% (de deux à trois), mais le nombre de combinaisons a augmenté de 125% (de quatre à neuf). Le nombre de résultats possibles a augmenté de façon *non linéaire* par rapport à l'échelle systémique. La relation entre le nombre de tiroirs et le nombre de combinaisons est *exponentielle*.

Si l'on transpose ces résultats en risques de marché (par exemple, les tiroirs représentent une quantité d'accords de swap, les séries représentent les voies de contagion potentielles, notamment la faillite bancaire), il est clair que le fait d'agrandir l'échelle des dérivés augmente encore plus vite le risque de contagion. Dans cet exemple des tiroirs de bureau, les théoriciens de la complexité généralisent les voies de contagion potentielles avec l'équation suivante :

$$P_2 = P_1 \times r \times (1 - P_1)$$

Dans cette équation, P1 est la position du dossier en fin de journée 1, P2 est la position du dossier en fin de journée 2, et *r* est une variable dérivée des dynamiques du système objet de l'étude. C'est une fonction *réursive* car le résultat d'une itération est intégré dans l'itération suivante. Chaque résultat peut être considéré comme faisant partie d'une voie de contagion financière.

Par exemple, imaginons que nous calculons la position d'un dossier dans un bloc d'étagères élevé. Un collaborateur place le dossier sur une étagère chaque jour en fin de journée, selon une règle générée par la formule. L'étagère du haut correspond à 1 et celle du bas à 0. Chaque étagère du bloc possède un nombre fractionnel situé entre 1 et 0 correspondant à son emplacement dans le bloc. Une étagère désignée 0,5 est à mi-chemin entre 0 et 1. Une étagère désignée 0,25 est à un quart de distance du bas du bloc. Si le bloc compte 100 étagères, 0,25 correspond à la 25^e étagère à partir du bas.

Si le dossier se trouvait sur l'étagère 0,25 en fin de journée 1, et que nous déterminons que $r = 3$, alors P_2 , l'emplacement en fin de journée 2 est déterminé comme suit :

$$P_2 = 0,25 \times 3 \times (1 - 0,25)$$

$$P_2 \approx 0,56$$

Cela signifie qu'en fin de journée 2, le collaborateur range le dossier sur une étagère à 56/100^e du haut du bloc, entre 0 et 1. Si le bloc compte 100 étagères, il place le dossier sur l'étagère 56 à partir du bas.

Pour définir où va le dossier le jour 3, ou P_3 , nous prenons le résultat du jour 2, soit 0,56, et renouvelons le processus. L'équation récursive ressemble à ceci :

$$P_3 = 0,56 \times 3 \times (1 - 0,56)$$

$$P_3 \approx 0,74$$

À la fin de la journée 2, le collaborateur place le dossier sur l'étagère 74 à partir du bas.

On peut renouveler ce processus autant de fois qu'on le souhaite. C'est exactement ce que font les théoriciens de la complexité avec leurs ordinateurs. Ils font des représentations

graphiques de séries temporelles longues, puis observent les propriétés émergentes étranges qui apparaissent dans les résultats. En poursuivant l'exemple ci-dessus, la série temporelle génère 0,25, 0,56, 0,74, 0,58... Le dossier fait le tour des étagères, de l'étagère 25 à l'étagère 56, et ainsi de suite, sans répétition, et sans qu'une figure perceptible ne se dégage. C'est ce que l'on appelle *le chaos*. À présent, recommençons le calcul en modifiant légèrement la variable r qui passe de 3 à 4. Comme précédemment, commençons à l'étagère 25. Voici ce qu'il se produit lorsque nous calculons les équations.

La position du dossier en fin de journée 2 est fournie par :

$$P_2 = 0,25 \times 4 \times (1 - 0,25)$$

$$P_2 = 0,75$$

La position du dossier en fin de journée 3 est fournie par :

$$P_3 = 0,75 \times 4 \times (1 - 0,75)$$

$$P_3 = 0,75$$

Si on recommence à maintes reprises, on obtient les séries temporelles suivantes : 0,25, 0,75, 0,75, 0,75... Si l'on utilise ces nouveaux résultats, on est coincé à l'étagère 75. Peu importe combien de fois on calcule l'équation, le résultat est égal à la donnée entrée et le dossier va sur l'étagère 75. C'est comme si le dossier était attiré par l'étagère 75. C'est ce que l'on appelle un *attracteur de point fixe*. Lorsque $r = 3$, comme dans le premier exemple, on dit que le résultat chaotique a un *attracteur étrange*, car il est difficile de prévoir où finira le dossier.

Ces exemples montrent deux attributs importants du comportement complexe. Le premier, c'est que *de légers changements intervenant sur les données d'entrée produisent des résultats radicalement divergents*. La seule différence entre les données

d'entrée initiales, dans les deux exemples ci-dessus, est la modification de la valeur de r , qui est passée de 3 à 4. Pourtant, $r = 4$ fournit un emplacement stable, sur l'étagère 75, alors que $r = 3$ produit le chaos. La deuxième leçon est la suivante : *les systèmes complexes produisent des résultats inattendus*. La complexité est pleine de surprises que l'on appelle *propriétés émergentes*.

Le résultat de ces expériences, entre autres, permet de faire certaines observations :

- les marchés financiers sont des systèmes dynamiques complexes ;
- les dynamiques complexes manifestent de la mémoire, ou de la rétroaction. C'est ce que l'on appelle *la dépendance au sentier (path dependence)* ;
- le risque, au sein des marchés financiers, est une fonction exponentielle ;
- de légers changements intervenant dans les conditions initiales du système produisent des résultats divergents ;
- le système peut aboutir à l'ordre ou au chaos.

Ces observations sont la base scientifique de ce que l'on appelle communément un événement de type cygne noir. Le terme « cygne noir » est communément utilisé pour décrire n'importe quel gros titre étonnant, même par ceux qui n'ont aucune compréhension théorique des dynamiques sous-jacentes. Les discussions portant sur les cygnes noirs ont tendances à rendre la science triviale, et sont empreintes de fatalisme, comme si l'on disait « ce sont des choses qui arrivent ». Les choses ne se contentent pas d'arriver. Les crises surviennent car les régulateurs ne comprennent pas les propriétés statistiques des systèmes qu'ils régulent.

LTCM est un cas d'école, en termes d'ignorance de la théorie de la complexité. Par exemple, les traders de LTCM élaboraient

fréquemment des stratégies à deux pendants en se servant de véritables obligations souveraines et d'obligations synthétiques sous forme de swap. Si le spread entre les deux trades convergeait comme prévu, un gain était réalisé et le trade était clôturé. Normalement, pour clôturer un trade, on vend l'obligation et on clôture le swap en négociant avec la contrepartie.

Les contreparties facturent de modestes honoraires pour une clôture de swap anticipée. LTCM ne voulait pas payer d'honoraires. À la place, LTCM neutralisait le premier swap en souscrivant un autre swap dont les conditions étaient exactement à l'opposé. Les paiements fixes/flottants, les paiements des marges et autres obligations des deux swaps se compensaient exactement, de sorte que les flux financiers et le risque de marché revenaient à zéro. Économiquement, c'était exactement comme si le premier swap avait été annulé, sauf que LTCM ne devait pas payer de frais de résiliation. Dans ces trades jumeaux, la VaR était à zéro, selon les régulateurs. LTCM avait baptisé cette technique « la pièce montée » car les traders rajoutaient sans cesse des couches afin de neutraliser les positions swap au lieu de les résilier. Les couches s'empilaient pour constituer un gâteau à 1 000 milliards de dollars.

Si un théoricien observe cette même technique de résiliation de trade, il voit que la valeur notionnelle brute a doublé car, à présent, il y a deux swaps au lieu d'un. Cela signifie que le risque *a plus que doublé*, car le risque est un facteur à échelle exponentielle. Pendant que les associés étaient au golf ou aux champs de courses et pensaient que le risque était maîtrisé, LTCM devenait une bombe à retardement. Et en août 1998, elle a explosé.

Les suites

À l'heure actuelle, les régulateurs ne comprennent pas la théorie de la complexité, alors peut-être que l'on peut pardonner aux associés de LTCM de ne pas l'avoir comprise en 1998. Mais une fois que l'effondrement avait eu lieu, on pouvait penser que des figures de proue de l'univers financier, tels qu'Alan Greenspan, Robert Rubin et Larry Summers avaient retenu la leçon et tenteraient d'éviter un effondrement similaire à l'avenir. Ils ont fait tout le contraire.

En août 1998, alors que LTCM était en pleine débâcle, Alan Greenspan était président de la Réserve fédérale, Robert Rubin secrétaire du Trésor et Larry Summers l'adjoint de Rubin, et bientôt secrétaire du Trésor lui-même.

En février 1999, quelques mois après la catastrophe de LTCM, le magazine *Time* publia une couverture où figuraient Greenspan, Rubin, et Summers avec le gros titre suivant : « Le Comité pour sauver le Monde. »

Loin d'avoir retenu la leçon de 1998, le trio a fait tout ce qu'il pouvait pour rendre le système encore plus risqué et instable. « Le Comité pour *détruire* le Monde » aurait été un gros titre plus approprié. En 2008, leurs actions conjointes ont failli aboutir à cela.

Quelles étaient les leçons à tirer de 1998 ?

Premièrement, que les dérivés hors-bilan sont dangereux car opaques. Lors d'une crise, les contreparties ne peuvent s'identifier pour solder une transaction en raison de l'absence de transparence.

Deuxièmement, que le levier convertit d'infimes mouvements de marché en pertes colossales menaçant la solvabilité.

Troisièmement, que les banques devraient éviter les activités portant sur les dérivés. Les *hedges funds* et les spéculateurs peuvent jouer aux dés, mais l'activité bancaire est spéciale. Elle se fonde sur la confiance des détenteurs d'obligations et des déposants. Cette confiance ne doit pas être gâchée par des swaps spéculatifs.

Quatrièmement, que le risque lié aux dérivés se niche dans la valeur brute et non dans la valeur nette. Lorsque LTCM a frôlé le défaut, les banques ne craignaient pas leur exposition nette figurant dans leurs comptes, mais bien leurs positions brutes existant auprès de LTCM, lesquelles devraient être remplacées si LTCM faisait défaut.

Enfin, et il s'agit de l'une des leçons les plus importantes : que les crises surviennent de nulle part et sans prévenir. On ne fait pas immédiatement le lien entre une crise monétaire surgissant en Thaïlande en 1997 et l'effondrement d'un *hedge fund* de Greenwich l'année suivante. Pourtant, c'est exactement ce qu'il s'est produit.

En se fondant sur ces leçons, les choix politiques auraient été évidents. Les dérivés auraient dû être cantonnés à des marchés dans lesquels ils auraient été transparents et garantis. Le levier aurait dû être limité et figurer au bilan où on aurait pu l'identifier. On aurait dû interdire aux banques de toucher aux dérivés, sauf pour de véritables couvertures. La VaR aurait dû être rayée des critères de mesure du risque en raison de son obsolescence et de ses défauts statistiques. Enfin, les exigences de fonds propres auraient dû être augmentées pour servir de matelas en cas de

crises normalement prévisibles mais auxquelles on ne s'attend jamais.

Greenspan, Rubin et Summers ont mené une politique exactement à l'opposé de ces cinq mesures. C'est bien pratique de revendiquer l'ignorance. Pourtant ils ont été avertis explicitement, à l'époque, par le seul régulateur qui ait compris ce qu'il s'était passé chez LTCM. Il s'agit de Brooksley Born, alors présidente du CFTC (*Commodity Futures Trading Commission*).

En 1999, elle était membre du groupe de travail du président (le PWG, pour *President's Working Group*), constitué après le krach boursier de 1987. Le PWG avait été recommandé par la Commission Brady. Curieusement, le principal auteur du rapport de la Commission Brady était David W. Mullins Junior, professeur à Harvard, à l'époque, et qui fut plus tard président de la Réserve fédérale puis, encore plus tard, associé chez LTCM.

Le PWG était composé du président des États-Unis, du président de la Réserve fédérale, du secrétaire du Trésor, du président de la SEC et du président du CFTC. L'objet du PWG était de réunir en un seul lieu les régulateurs des activités bancaires, boursières, et liées aux matières premières, afin de gérer les crises. Le krach de 1987 comptait de nombreuses interactions entre le marché actions, régulé par la SEC, et les marchés à termes de Chicago, régulés par le CFTC. La crise s'était ensuite propagée aux systèmes de paiement bancaires car des milliards de dollars d'appels de marge étaient exigés entre les marchés de New York et de Chicago. Les banques hésitaient à faire des virements électroniques aux courtiers de Chicago, spécialisés dans les *futures*, par crainte de ne pas recevoir les virements provenant des courtiers spécialisés dans les actions à New York. Le système avait commencé à se geler. L'absence de coordination entre les régulateurs supervisant les activités boursières,

bancaires et liées aux futures, avait compliqué la résolution de la crise. Le PWG était destiné à prévenir ces problèmes à l'avenir.

En 1998, le PWG incluait Bill Clinton, Robert Rubin, Alan Greenspan, Arthur Levitt et Brooksley Born. La contagion provoquée par LTCM émanait des swaps, régulés par Brooksley Born. La SEC n'avait pratiquement aucune compétence sur les swaps, à l'époque. La réponse politique à l'affaire LTCM incombait à Rubin, Greenspan et Born, Larry Summers agissant en tant que bras droit de Rubin.

Greenspan ne comprenait pas les risques liés aux dérivés, à l'époque, et montre encore qu'il les comprend peu. Il considérait que les swaps réduisaient les risques. L'analyse débute par une observation, très correcte, que les actions traditionnelles et les transactions bancaires représentent des groupes de risques disparates. Un seul prêt bancaire peut être considéré comme un groupe de risques comprenant le risque sur les taux d'intérêt, le risque de crédit, le risque sur taux de change, le risque de liquidité, le risque sur opérations, le risque souverain, et d'autres risques distincts tous liés au prêt. Greenspan pensait que les dérivés permettaient de dégrouper ces risques. En ayant recours au swap, un prêteur pouvait séparer le risque de crédit du risque de change et transférer chaque type de risque bien distinct vers une contrepartie spécialisée, et mieux placée pour le supporter. Le risque migrait d'un produit groupé vers des acteurs solides, mieux à même de supporter les sous-risques spécifiques. Cela renforçait le système et le rendait plus résistant. Jusque-là, l'analyse de Greenspan était correcte.

Mais il est passé à côté du fait que la valeur notionnelle des dérivés créés à partir d'une seule unité de risque initiale, était illimitée. Si l'on divisait un prêt d'1 milliard de dollars en dix sous-risques via des swaps, et qu'on les négociait séparément

de sorte que la valeur notionnelle totalise 1 milliard de dollars, cela justifierait l'opinion de Greenspan. Mais en réalité, les intermédiaires créent 10 Mds\$ de swaps, voire plus, à partir d'1 Md\$ de titres sous-jacents. Les intermédiaires créent des swaps n'ayant pas d'instruments sous-jacents du tout, simplement un indice ou une formule pour rembourser des paris sans connexion avec le monde réel de l'endettement. Les swaps créés de toutes pièces incrémentent la valeur notionnelle brute du risque et augmentent l'échelle systémique ainsi que la complexité. L'idée originale de Greenspan, de confier une quantité de risques à des acteurs solides, a été dépassée par le fait que la quantité était élastique à l'infini.

Les swaps sont économiquement identiques à des ETF *futures* (*exchange-traded futures*). Tous deux sont des paris dans le cadre desquels chaque partie doit plus ou moins à l'autre, en fonction du futur niveau des marchés. La principale différence, c'est que les *futures* se négocient sur des marchés et que les swaps se négocient de gré à gré. Brooksley Born, la régulatrice des contrats à terme (*futures*), avait compris le risque que posaient les swaps et souhaitait les faire passer sur les marchés à terme, où ils sont correctement garantis et négociés en toute transparence.

Greenspan, Rubin et Summers ont traité Brooksley Born comme si elle était totalement ignare en matière de technologie financière. Des archéologues ont découvert des tablettes en argile sumériennes datant de 4 500 av. J.-C. sur lesquelles sont enregistrées des transactions portant sur des contrats à terme de matières premières, telles que de futures livraisons de bétail. Aristote a débattu de la façon dont les options étaient utilisées pour manipuler le marché au IV^e siècle av. J.-C. Les marchés à terme que Born régulait avaient peu changé depuis 1848, date à laquelle on a commencé à négocier les céréales au Chicago

Board of Trade. Le secteur de Born donnait l'impression d'être figé dans le passé.

Meriwether et Scholes, entre autres, ont apporté des innovations aux marchés de swaps modernes. Le champ et la sophistication des swaps ont progressé à l'aube du XXI^e siècle. Greenspan, Rubin et Summers se considéraient fermement du « bon côté de l'histoire », en traitant les swaps autrement que les *futures* sur matières premières.

La misogynie a joué un certain rôle. Greenspan, Rubin et Summers constituaient un puissant club de mâles, bien décidés à faire taire la seule femme occupant un poste de régulateur. En 2005, Summers, alors président de Harvard, a fait preuve du même *a priori* en proférant des remarques tristement célèbres sur l'inaptitude des femmes dans le domaine des méthodes quantitatives.

Malheureusement, sa misogynie s'est à nouveau manifestée en 2008, lorsque Sheila Bair, la plus puissante des régulateurs et présidente de la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), a été mise sur la touche par un nouveau club de mâles constitué de Summers, Tim Geithner et Ben Bernanke. Le conseil précis formulé par Sheila Bair, à savoir de fermer les banques insolubles, était scientifique. À la place, le club des mâles a renfloué ses compères banquiers aux frais des contribuables. Brooksley Born en 1998, et Sheila Bair en 2008, avaient toutes deux correctement analysé les mesures qu'il fallait prendre face aux crises financières. Summers les a démolies à chaque fois, avec ses *a priori* et ses mauvais conseils.

Les recommandations que Brooksley Born avait communiquées au PWG se limitaient aux dérivés. Contrairement à Sheila Bair, elle n'était pas régulatrice bancaire. Son conseil

était de poursuivre les restrictions sur les nouveaux types de *swaps* et de déplacer les *swaps* existants sur les marchés à terme. Non seulement son conseil a été dédaigné mais le club des mâles a fait tout le contraire.

En 1999, la loi Glass-Steagall, en vigueur depuis soixante-six ans, a été révoquée. Cette loi, entrée en vigueur pendant la Grande Dépression, séparait les activités de banque de dépôt et de banque d'investissement. La Grande Dépression a été en partie provoquée par le fait que les banques, dans les années 1920, avaient accordé des prêts douteux et les avaient vendus sous forme de titres à des particuliers qui ne se doutaient de rien. En 1933, le Congrès vota la loi Glass-Steagall, qui énonçait que les banques pouvaient soit accepter des dépôts et octroyer des prêts, soit acheter et vendre des titres, *mais qu'elles ne pouvaient pas faire les deux*. Et ce en raison de conflits d'intérêt ayant eu pour conséquence que des prêts douteux avaient été « fourgués » à des clients sous forme de titres. Les banquiers se sont rapidement scindés en banques commerciales acceptant les dépôts et octroyant des prêts, et en banques d'investissement qui achetaient et vendaient des titres.

Cette séparation a bien fonctionné pendant soixante-six ans et a protégé les États-Unis de crises bancaires majeures. Des banques individuelles, telles que Continental Illinois, en 1984, ont pu faire faillite, et il y avait encore des conflits et des pertes sur prêts, comme lors de la crise de l'épargne et du crédit des années 1980. Malgré tout, après la loi Glass-Steagall, il n'y eut plus de crise bancaire généralisée semblable à celles de 1929 et 1933.

La loi a fonctionné pour la même raison, précisément, que celle que suggère la théorie de la complexité. En divisant le système bancaire en deux parties, la loi Glass-Steagall a

renforcé chaque partie en réduisant son échelle systémique et en coupant court aux canaux par lesquels la faillite d'une institution menaçait les autres. Ce fut exactement comme construire un compartiment étanche dans la soute d'un navire. L'un des compartiments peut être inondé mais l'ensemble du vaisseau ne sombre pas.

La loi Glass-Steagall fut révoquée par une alliance contre nature entre républicains et démocrates, menée par le sénateur Phil Graham et le président Bill Clinton. Les raisons de cette révocation n'étaient pas directement liées à la crise LTCM : elles s'étaient développées pendant des années. La ratification de la fusion de Travelers et de Citicorp – qui aurait été illégale, sinon – défendue par Sandy Weil, fut le principal moteur de la suppression de la loi Glass-Steagall. Ironiquement, c'est l'ordre de résiliation des trades sur swaps, lancé par Weil, chez Salomon, pour faciliter la fusion, qui a précipité la fin de LTCM. Voilà un nouvel exemple de réseaux très denses qui agissent en profondeur.

Cette révocation a contribué à élever le risque au sein du système financier. En permettant de nouveaux rapprochements d'établissements financiers, la révocation de la loi Glass-Steagall a fait passer le risque systémique au-delà du point duquel la faillite d'une grande banque provoque l'effondrement du système tout entier. Cette révocation a également permis à des banques commerciales de répliquer pour compte propre les activités de trading des banques d'investissement avec leur cohorte de dérivés.

Le 21 décembre 2000, quelques semaines à peine avant de quitter ses fonctions, Bill Clinton a signé une autre loi moins connue que la révocation de la loi Glass-Steagall, mais pourtant plus insidieuse en termes de propagation du risque

systémique. Le *Commodity Futures Modernization Act* de 2000 a abrogé l'interdiction de certains types de swaps, et permis à ces derniers de se dissimuler des marchés et de figurer hors-bilan. Born a été écartée du CFTC le 1^{er} juin 1999 et remplacée par un nouveau président, Bill Rainer, un ami de Bill Clinton, de l'Arkansas, choisi pour suivre la déréglementation des dérivés. Le passage de la loi sur les matières premières fut un cadeau bipartite aux grandes banques, défendu par le républicain Phil Graham et les démocrates Rubin et Summers.

Avant 2000, les swaps étaient limités aux actions, aux obligations, aux taux d'intérêt et aux devises. Les paris sur des matières premières telles que le pétrole et les céréales se négociaient sur les marchés à terme réglementés. D'autres matières premières ne se négociaient pas sur les marchés à terme, n'étaient pas autorisées sur les marchés de swaps, donc ne s'échangeaient pas du tout sous forme de dérivés. Avec la révocation de la réglementation des swaps, en 2000, la porte s'est ouverte à des transactions totalement déréglementées sur tous les dérivés. Des sociétés comme Enron ont rapidement créé des marchés de contrats à terme sur l'électricité, hors Bourse, et se sont effondrées sous des milliards de dollars de fraudes grâce aux bons offices de Gramm, Rubin et Summers.

Le double impact de la révocation de la loi Glass-Steagall et de la réglementation des swaps a eu l'effet d'une potion magique financière. La révocation signifiait que les banques pouvaient investir comme les *hedge funds*, sur un choix illimité d'instruments. Mais il fallait un ingrédient de plus pour compléter le mélange : l'effet de levier.

Le 17 novembre 2003, Tim Geithner, le protégé de Rubin, a été placé à la tête de la Réserve fédérale de New York. Geithner a consciencieusement fermé les yeux alors que les banques

accumulaient les risques. Sous la supervision de Geithner, des banques commerciales ont été autorisées à détenir des banques d'investissement. Mais les banques d'investissement étaient soumises, individuellement, à des exigences de capitaux beaucoup plus strictes imposées par la SEC. La nouvelle mission des banquiers était de faire en sorte que la SEC accepte l'effet de levier.

Le gouvernement républicain Bush remplaça le gouvernement démocrate Clinton en 2001. L'appartenance à un parti importe peu, s'agissant du bon vouloir de Washington à satisfaire la liste de *desiderata* des banquiers. Washington appartient aux banquiers. La pression en faveur d'un relâchement des exigences de fonds propres imposées aux « brokers-dealers³⁰ » ne venait pas que des banques mais de courtiers tels que Bear Sterns et Lehman. Ils voulaient jouer sur un pied d'égalité avec les banques afin d'être compétitifs dans le secteur des actions.

En même temps, les banques voulaient, elles aussi, que l'on relâche les exigences de fonds propres qui leur étaient imposées. Ces exigences étaient fixées par le Comité de Bâle, à la Banque des règlements internationaux (BRI), en Suisse. Les premières règles internationales concernant les fonds propres furent fixées en 1988 par l'accord de Bâle I. Au bout de quelques années, ces règles semblaient trop restrictives. Les banques ont commencé à réclamer de nouvelles formules leur permettant de prendre plus de risques avec des fonds propres plus modestes. Elles l'ont justifié en proposant de remplacer en partie les sévères ratios de fonds propres par des modèles de VaR erronés. Les révisions des exigences de fonds propres effectuées en conséquence et mises en œuvre par paliers entre 2001 et 2004, ont été nommées Bâle II.

30 Courtiers en services bancaires et d'investissement

Ces règles ont autorisé les banques à avoir un effet de levier plus important, en se fondant en partie sur des modèles de VaR indiquant qu'un levier extrême n'était pas risqué.

C'est dans ce contexte d'assouplissement des exigences appliquées aux banques que la SEC a décidé, en 2003 et en 2004, de réviser les règles de fonds propres appliquées aux *broker-dealers*. En 2003, la SEC a élargi la définition de « garantie éligible » à des fins de levier, pour y inclure certains titres adossés à des crédits immobiliers. En 2004, la SEC a élargi son champ de supervision pour y inclure les sociétés holdings des *broker-dealers*. Ce nouveau champ de supervision englobant les holdings s'inspirait de concepts tirés de Bâle II, notamment de la pondération des risques en fonction des types de titres. En particulier, la SEC a autorisé un levier plus élevé pour certains titres adossés à des crédits immobiliers, par rapport aux traditionnelles actions et obligations. Ces deux changements ont eu deux conséquences : les titres adossés à des crédits immobiliers étaient désormais des garanties éligibles pour exercer un levier, et les fonds propres exigés à l'appui de ce levier étaient minimes.

En 1998, LTCM s'était effondré sous le poids colossal du levier des dérivés. En 1999, la loi Glass-Steagall a été révoquée. En 2000, la réglementation liée aux dérivés a été révoquée. En 2001, les exigences de fonds propres bancaires ont été assouplies. En 2003 et 2004, les exigences de fonds propres appliquées aux *broker-dealers* ont été assouplies. Tout au long de cette période, la Fed a maintenu des taux d'intérêt artificiellement bas. C'était comme si les régulateurs internationaux avaient réagi à l'affaire LTCM en travaillant de concert pour reproduire cette débâcle à une échelle encore plus vaste et périlleuse. C'est exactement ce

qu'il s'est produit. En 2008, l'intégralité de ce château de cartes fragile, financé par l'emprunt et interconnecté, s'est écroulée.

La secousse prémonitoire : 2008

CHAPITRE 5

Les marchés financiers sont pleins de rétroactions... Cette rétroaction intrinsèque ne se manifeste pas lorsque l'on parie. Si tout le monde détenait un modèle de prévisions météorologiques parfait, le climat se comporterait tout de même tel qu'il le fait. Simplement, tout le monde saurait précisément quel serait le temps du lendemain. Toutefois, ce n'est pas vrai en ce qui concerne les marchés. Si tout le monde obtenait un modèle prédictif parfait, alors il cesserait tout de suite d'être un modèle prédictif parfait en raison de ce puissant effet de rétroaction.

**Neil F. Johnson, Ph.D., professeur de physique,
université de Miami**

Une nouvelle crise

Du point de vue de la théorie de la complexité, la crise de 2008 était facile à prédire. Un effondrement identique – sur le plan dynamique – s'était déjà produit en 1998. La crise de 2008 a été beaucoup plus étendue que la crise de 1998. On pouvait s'y attendre car l'échelle systémique s'était agrandie au cours des dix années séparant les deux crises. Notre règle provisoire énonce que *le risque lié aux dérivés augmente de façon exponentielle en fonction de l'échelle mesurée par la valeur notionnelle brute*.

Un levier excessif, l'absence de transparence et un réseau bancaire interconnecté sont des facteurs communs aux deux crises. La différence des catalyseurs – *spreads* de CDS sur dettes souveraines en 1998 et crédits immobiliers à risque en 2008 – n'est pas pertinente. Ce qui importe, c'est la structure sous-jacente du risque financier. Faire la distinction entre la causalité des swaps et des *subprime*, c'est comme rechercher des flocons de neige tout en dédaignant le risque d'avalanche. Les flocons de neige ne tuent pas, contrairement aux avalanches.

En quittant LTCM, en 1999, je n'étais pas satisfait des explications standard données pour justifier l'effondrement de mon ancienne entreprise. Les prix Nobel évoquaient une « tempête phénoménale » ou une « crue centennale » ou encore un « événement doté d'un écart-type de 15 ». Je connaissais suffisamment les statistiques pour savoir qu'il s'agissait de terminologie de la distribution normale des risques et de retour à la moyenne : celle des marches aléatoires et de l'efficacité des marchés. Mon intuition me dictait qu'il y avait quelque chose de pourri au cœur de l'économie financière moderne.

Au cours des années qui ont suivi la faillite de LTCM, j'ai étudié la physique, les mathématiques appliquées, la théorie des réseaux, l'économie comportementale et la complexité. Après le 11 septembre 2001, j'ai été recruté par la CIA pour collaborer à un projet de contreterrorisme où il était question d'identifier des anomalies sur les marchés actions. Aujourd'hui, les capacités développées par notre équipe permettent aux services du renseignement d'anticiper une attaque terroriste en se fondant sur des délits d'initiés commis par des personnes liées à des groupes terroristes. Par pure coïncidence, les techniques d'analyse que j'ai apprises et appliquées à la CIA étaient les mêmes que celles que j'utilisais pour élucider la faillite de LTCM.

En 2005, j'étais parvenu à identifier les dynamiques de la théorie de la complexité au sein de l'univers financier. Les principales doctrines de la théorie de la complexité avaient été énoncées par des physiciens, des années auparavant, et appliquées à divers domaines scientifiques tels que la sismologie, la météorologie et la biologie. Mais les physiciens progressaient lentement dans le domaine financier, car ils ne connaissaient pas bien ce secteur en général. Je disposais d'un avantage : j'abordais la physique à partir de mes connaissances financières, au lieu d'aborder la finance à partir de connaissances en physique. Ma principale avancée théorique fut d'appliquer le concept « d'échelle » à la finance, et d'identifier que certains « paramètres d'échelle », telles que la valeur notionnelle brute des dérivés, permettaient d'évaluer le risque systémique. Mes premières avancées théoriques ont été compilées dans un article publié dans la revue scientifique de la CIA *Studies in Intelligence*, en septembre 2006. C'était un numéro spécial de *Studies* programmé afin de coïncider avec le cinquième anniversaire des attentats du 11 septembre. Ma contribution, ainsi que d'autres articles de ce numéro, demeurent classés confidentiels.

Mon expérience chez LTCM, dans les années 1990, ainsi que les recherches que j'ai réalisées au début des années 2000, m'ont ouvert une perspective unique sur les événements de marché postérieurs à 2005. Les plus grandes banques devenaient encore plus grandes, la concentration d'actifs entre les mains de quelques banques gigantesques s'intensifiait, et les valeurs notionnelles des dérivés augmentaient de façon spectaculaire. Selon une étude de la BRI, entre le 30 juin 2001 et le 30 juin 2007, la valeur notionnelle brute de tous les dérivés négociés de gré à gré et détenus par les principales banques est passée de moins de 100 000 Mds\$ à 508 000 Mds\$. Sur cette même période, l'indice de Herfindahl – qui mesure la concentration du marché des swaps de taux d'intérêt libellés en dollar – a grimpé de 529 à 686 points, ce qui prouve fortement l'accroissement de la concentration des swaps entre les mains d'un plus petit nombre de banques.

Dans le cadre d'une série de conférences données entre 2003 et 2005 à la Kellogg School de l'université Northwestern, j'ai prévenu le public qu'une nouvelle catastrophe financière arrivait, et qu'elle serait plus coûteuse que la crise de LTCM, en 1998. Je ne me focalisais pas particulièrement sur les crédits immobiliers à risque, dits *subprime*. Je me focalisais plutôt sur les paramètres d'échelle et les fonctions de densité [de probabilité], termes techniques décrivant la dimension et l'interconnexion des marchés financiers. J'ai dit que le système atteignait une masse critique, pas au sens métaphorique du terme, mais bien au sens littéral. Je ne savais pas quel neutron allait déloger les autres neutrons et déclencher la réaction en chaîne. Peu importait. Ce qui comptait, c'était qu'une fois de plus, nous avions modelé de l'uranium pour en faire une arme nucléaire ; qu'une fois de plus, nous avons entraîné les marchés financiers vers un état critique.

Lorsqu'une réaction en chaîne se produit dans une arme nucléaire, l'énergie se libère et une boule de feu se forme en l'espace de quelques nanosecondes. Au sein des marchés financiers, les dynamiques sont les mêmes, mais le processus est plus lent. Les neutrons financiers ne se déplacent pas à la vitesse de la lumière mais à la vitesse d'êtres humains qui adoptent un comportement adaptatif.

La boule de feu financière apparue en septembre 2008 était le résultat d'une réaction en chaîne amorcée au cours de l'année précédente, la semaine du 16 juillet 2007. Cette semaine-là, deux *hedge funds* financés par Bear Stearns devinrent insolvables : ils étaient spécialisés dans les paris à effet de levier sur produits dérivés. Bear Stearns tenta d'organiser une opération d'auto-sauvetage mais elle échoua. Certaines contreparties, telles que Merrill Lynch, décidèrent de faire jouer les garanties mais celles-ci se révélèrent illiquides et ne valant pratiquement rien.

Le 3 août 2007, Jim Cramer, en direct sur la chaîne CNBC, se lança dans une tirade contre Ben Bernanke, le président de la Réserve fédérale et le fait qu'il ignorait que l'illiquidité infectait les marchés financiers. Voici ce que Cramer déclara à son confrère, Erin Burnett : « J'ai parlé aux dirigeants de presque toutes ces sociétés, au cours de ces dernières soixante-douze heures, et lui [Bernanke], n'a aucune idée de qu'il se passe. Aucune ! Et Bill Poole [un responsable de la Fed], n'a aucune idée de ce qu'il se passe non plus. Mes amis font ce métier depuis vingt-cinq ans et ils sont en train de perdre leur boulot, et ces sociétés vont mettre la clef sous la porte : c'est dingue. Ils sont cinglés ! Ils ne savent rien ! ... Le marché n'est plus le même. La Fed s'est endormie. »

Quelques jours plus tard, le 9 août 2007, la banque française BNP Paribas suspendit les rachats sur trois fonds qui avaient investi dans des actifs hypothécaires *subprime*.

Au Comité de politique monétaire (FOMC) du 28 juin 2007, juste avant l'effondrement du fonds Bear Sterns, Ben Bernanke et le FOMC déclarèrent la chose suivante : « Il semble probable que l'économie continue de se développer à un rythme modéré au cours des prochains trimestres ». Peu de temps avant, le 28 mars 2007, Bernanke avait déclaré : « L'impact du problème des *subprime* sur l'ensemble de l'économie sera probablement endigué. En particulier, les crédits immobiliers accordés à des emprunteurs très solvables, et les crédits à taux fixes accordés à tous types d'emprunteurs, continuent à enregistrer de bonnes performances et de faibles taux d'impayés. » Le contraste entre la méconnaissance du risque au niveau officiel et l'effondrement de marché en train de se dérouler au printemps et à l'été 2007 ne pouvait être plus flagrant.

Le 24 août 2007, plus d'un an avant l'effondrement de Lehman, j'avais rencontré un responsable du Trésor américain afin de le mettre en garde contre un effondrement systémique potentiel. J'avais présenté une analyse détaillée intitulée « Proposition visant à obtenir et gérer des informations en réponse aux crises des marchés financiers ». Voici ce que disait ma proposition écrite :

La crise financière de 2007 a eu beaucoup à voir avec la pénurie d'informations et de liquidités. Ce rapport propose de recourir au pouvoir exécutif, conformément à la loi IEEPA³¹ afin d'obtenir... des informations relatives aux positions que l'on devrait stocker dans un environnement sécurisé et utiliser de façon sélective afin de gérer la crise financière... Il ne s'agit pas de dicter aux fonds les transactions qu'ils doivent réaliser, ni comment gérer l'effet de levier, les risques, etc. Le seul but est de fournir une transparence

31 International Emergency Economic Powers Act, du 28/10/1977

adéquate permettant au gouvernement des États-Unis d'exercer son devoir, à savoir le maintien en état de marche des marchés financiers, qui font partie de l'infrastructure cruciale de la sécurité nationale. Les prime brokers³² et les banques de compensation... pourraient rapidement être identifiés et la concentration des risques au sein d'un secteur réglementé pourrait être établie.

Ces 30 dernières années, nous avons assisté à une désintermédiation du secteur financier réglementé aux mains des secteurs les moins réglementés, voire pas réglementés du tout. Chaque étape de cette évolution... a entraîné une diminution de la transparence et une augmentation des risques... Lorsque la technologie des dérivés provoque une augmentation exponentielle du risque au sein d'un système critique non linéaire, les effets d'accroissement du risque, issus de l'échelle et de la complexité, prennent le pas sur les effets réducteurs de risque...

Un problème ne peut être résolu à moins que les dimensions dudit problème ne soient connues. Cette proposition ne fait intervenir ni une réglementation active, ni un bail-out, ni des solutions « top-down ». Il s'agit d'une mesure relativement modeste orientée vers une transparence de l'information... très utile aux responsables chargés du maintien de la stabilité des marchés en période de crise et de contraintes.

Ma réunion avec le responsable du Trésor avait débuté de façon cordiale. Après les politesses d'usage, j'étais allé droit au but. « La crise ne fait que commencer. L'instabilité s'est accumulée depuis un certain temps. Le système a déjà absorbé quelques chocs. » Là, j'évoquais le 10 octobre 2005, date à laquelle avaient été révélés les délits de fraude fiscale (et, plus tard, la faillite) de Refco (qui était alors le plus grand courtier spécialisé dans les contrats *futures*), ainsi que le mois de septembre 2006,

32 Principaux courtiers

avec la faillite d'Amaranth, un *hedge fund* qui avait perdu 6 Mds\$ en une semaine. À l'époque, ces événements me semblaient relever de la « criticité instantanée³³ ». Mais non : dans les deux cas, la criticité a été différée. Les marchés ont absorbé les chocs puis rebondi. Tous les flocons ne provoquent pas une avalanche.

Après avoir observé les événements de juillet à août 2007, j'étais convaincu que cette dynamique de crise ne pouvait réellement être stoppée et qu'elle se propagerait à grande échelle. Le Trésor devait le savoir et réagir rapidement.

« Vous devriez émettre un décret exigeant que toutes les banques et tous les *hedge funds* déclarent leurs positions sur dérivés auprès de vos services, en détail, avec les noms des contreparties, les instruments sous-jacents, les flux des règlements, et les dates d'expiration. Ces informations devraient être normalisées, lisibles par ordinateur et transmises sous une semaine à dater de la publication du décret. Tout établissement étant dans l'incapacité de remettre ces informations devrait passer en premier sur la liste des cas problématiques. Une fois que vous aurez obtenu ces informations, engagez IBM Global Services pour qu'ils les traitent dans un environnement sécurisé, de sorte qu'il n'y ait aucune fuite. Créez une matrice et identifiez qui doit quoi à qui. Classez les plus fortes concentrations de risques et concentrez-vous sur ces noms. »

Le responsable du Trésor m'avait poliment écouté, puis avait marqué une pause avant de répondre. « Nous ne pouvons pas faire cela. »

33 *Prompt criticality* : criticité instantanée

« Pourquoi ? » Je m'attendais à ce qu'il invoque un obstacle juridique. J'étais sûr que le Trésor disposait de l'autorité nécessaire s'il voulait bien s'en servir.

« Le Trésor et la Maison-Blanche sont pour un marché libre. Nous ne croyons pas à l'ingérence, ni au fait de dire aux gens ce qu'ils doivent faire. »

J'avais répondu la chose suivante : « Vous ne leur direz pas ce qu'ils doivent faire. Ils peuvent bien négocier tout ce qu'ils veulent ». Vous n'interférez avec les transactions de personne. Vous vous contentez d'obtenir des informations. Au bout du compte, tout finira entre vos mains ; alors vous avez le droit de savoir à quoi vous aurez affaire. Ce ne sont que des informations. »

« Ce n'est pas ainsi que nous procédons. Cela ne marchera pas ». C'était typique du gouvernement Bush : une approche du marché libre dépourvue de toute analyse ou réflexion. Les approches de marché libre ne fonctionnent pas avec les banques car elles sont subventionnées, assurées, réglementées, et garanties de façon implicite. Les banques modernes sont à l'opposé des institutions de marché libre ; des approches différentes sont donc nécessaires. C'était peine perdue, apparemment, sous le mandat de Bush.

À l'issue de la réunion, j'avais remercié le responsable de m'avoir consacré du temps. Au moins, la réunion avait eu lieu et j'avais pu avertir une personne du Trésor. En pure perte.

Alors que je passais devant l'escalier du bâtiment principal du Trésor, sur Hamilton Place, par cette chaude journée d'été, j'avais jeté un regard sur la Maison-Blanche, à côté, et pensé : « Ils ne sont pas préparés à ça. Ils pensent que ce sont des

anomalies de marché sans rapport les unes avec les autres. Ils n'ont aucune idée de ce qui va arriver. »

Hank Paulson, le secrétaire au Trésor, passa le mois de septembre 2007 à poursuivre une chimère appelée Super-SIV, un véhicule d'investissement structuré, contrôlé par le gouvernement, visant à vider les bilans des banques de leurs titres adossés à des actifs.

Les banques avaient passé des années à créer des produits d'investissement structurés appelés SIV³⁴ afin de dissimuler les risques et d'éviter les exigences de fonds propres sur les dettes des particuliers provenant des cartes de crédit et des prêts automobiles. À présent, les investisseurs, terrorisés, forçaient ces dettes à réintégrer les bilans des banques en refusant de refinancer les crédits avec les SIV. L'idée de Paulson était de réunir les actifs toxiques des plus grandes banques dans un Super-SIV qui pourrait être refinancé avec le soutien implicite du gouvernement. Cette idée fut un flop et passa à la trappe silencieusement. Le 21 décembre 2007, les principales banques ayant exprimé de l'intérêt pour le Super-SIV publièrent une déclaration énonçant que ce mécanisme « n'était pas nécessaire en ce moment ». Cette déclaration confirmait que les banques ne se montraient pas aussi aveugles que le Trésor face aux dangers.

Le 5 octobre 2007, l'indice Dow Jones Industrial Average atteignit un nouveau plus-haut de 14 066,01 points, soit un *rally* de près de 10% par rapport au plus-bas de 12 861,47 points, enregistré le 15 août. Les marchés sonnaient la fin de l'alerte.

En coulisse, les pertes sur prêts immobiliers s'amoncelaient et les liquidités s'évaporaient. Les banques publieraient leurs

34 *Structured Investment Vehicle*

pertes de 2007 en janvier 2008. Le Trésor craignait que les fonds propres perdus par les banques n'effraient les investisseurs et ne rallument la crise apparue pendant l'été. Paulson organisa silencieusement un discret *bail-out* des banques en se servant de fonds souverains et de banques étrangères pour puiser de l'argent frais. Le 26 novembre 2007, Citigroup annonça la vente de 4,9% de ses actions à l'Abu Dhabi Investment Authority, pour la somme de 7,5 Mds\$. Le 19 décembre 2007, Morgan Stanley annonça la vente de 5 Mds\$ de titres à la China Investment Corporation. Le 25 décembre 2007, Temasek, un fonds souverain de Singapour, annonça qu'il achetait 4,4 Mds\$ d'actions de Merrill Lynch, avec une option permettant d'en acheter davantage. Cette frénésie de transactions et autres accords était destinée à sauver les apparences et à convaincre les investisseurs que tout allait pour le mieux dans le secteur bancaire américain. En fait, les banques américaines étaient pourries jusqu'à la moelle, et Paulson et les banques prenaient les fonds souverains pour des pigeons. En moins d'un an, des dizaines de milliards de dollars – issus de fonds souverains qui géraient cet argent pour le compte de citoyens ordinaires sur les marchés émergents – allaient partir en fumée. Mais à court terme, ce fut « mission accomplie » pour le gouvernement Bush. Les marchés entamèrent l'année 2008 en pensant en toute confiance que la crise était passée.

Le calme trompeur de l'hiver 2008 ressemblait étrangement à l'hiver 1998. Cette année-là, la crise, qui avait également commencé au cours de l'été précédent, semblait résolue avant l'hiver mais avait refait surface au printemps. La crise de 2008 reproduisait le même schéma dix ans après, quasiment jour pour jour.

En mars 2008, la crise se manifesta de nouveau avec la faillite de Bear Stearns, survenue en quelques jours : entre le 12 et le 16 mars. Le mercredi 12 mars, le président de Bear Stearns, Alan Schwartz, confia à CNBC : « Nous n'avons aucun problème avec nos liquidités et notre refinancement au jour le jour... Le bilan de Bear Stearns, ses liquidités et ses fonds propres demeurent solides... Et, avec le temps, la situation va se stabiliser ». Trois jours plus tard, Bear faisait faillite et se faisait absorber par JPMorgan. Les pires positions furent enfouies dans le hors-bilan, à la Réserve fédérale. À peine quelques jours plus tôt, le président de la SEC, Christopher Cox, déclarait qu'il faisait confiance aux ratios de fonds propres que possédaient les principales banques d'investissement américaines.

Là encore, les investisseurs se tranquillisèrent, convaincus que les banques et les régulateurs avaient la situation bien en main. L'indice Dow Jones flamba de 11 893,69 points le 7 mars 2008, à 13 058,20 points le 2 mai, soit un gain impressionnant de 9,8%. Les investisseurs et les régulateurs n'identifièrent pas les dynamiques de l'état critique sous-jacent. Chaque crise était identifiée comme discrète et gérable. Personne ne fit le rapprochement et n'identifia que c'était une seule et même crise, surgissant à différents moments et endroits, et qu'il s'agissait bien d'un seul et même effondrement.

En juillet, la vague d'illiquidité rattrapa Fannie Mae et Freddie Mac, ces sociétés de refinancement hypothécaire contrôlées par l'État et faisant partie des institutions financières les plus importantes au monde. Les politicards de Washington chérissaient Fannie et Freddie et les utilisaient depuis des dizaines d'années comme source de financement de campagne et viviers d'emplois fictifs, coûtant des millions de dollars, et distribués à leurs compères pour bons et loyaux services rendus

aux gouvernements démocrates et républicains. Fannie et Freddie étaient aussi corrompus et mal gérés que les banques avec lesquelles elles étaient en concurrence.

Le 24 juillet 2008, le Congrès passa la loi *Housing and Economic Recovery Act of 2008*, autorisant le Trésor à utiliser l'argent du contribuable pour soutenir Fannie et Freddie. Une fois de plus, le citoyen lambda sauva les élites, notamment les courtiers, les détenteurs d'obligations et les dirigeants fortunés de ces deux entités. Le président Bush signa la loi relative au *bail-out* le 31 juillet 2008. Ses compères politiques, qui avaient gagné à titre personnel des centaines de millions de dollars au cours des précédentes décennies, ne contribuèrent pas au *bail-out* et gardèrent tout cet argent.

Comme un coq criant cocorico pour la troisième fois, le marché actions enregistra un troisième *rally* afin de signaler que la crise était terminée. L'indice Dow Jones Industrial Average s'éleva d'un plus-bas de 11 055,99 points le 14 juillet, au plus fort de l'angoisse créée par Fannie et Freddie, à 11 782,35 points le 11 août. Ce *rally* de soulagement fut plus faible que les deux précédents, le gain se limitant à 6%. Pour autant, c'était un signe de confiance vis-à-vis des solutions proposées par les responsables du gouvernement. C'était également signe que les investisseurs, régulateurs et banquiers n'avaient aucune idée de ce qui les attendait.

À la fin de l'été 2008, dans le cadre de la campagne présidentielle, j'avais conseillé de façon informelle l'équipe de McCain sur les questions économiques. Le 16 août, juste un mois avant l'explosion de Lehman, j'avais fourni à l'équipe de campagne de McCain un avis écrit s'appuyant sur des modèles basés sur la théorie de la complexité. Cet avis avait été envoyé

par e-mail avec, en objet, la mention « Avis de tempête ». Voici ce que disait le texte :

Je vous adresse un point de vue rapide sur la crise financière :

Depuis l'été dernier, je dis que sa cadence est étrange. Nous avons périodiquement des pics de panique et, à chaque fois, avons l'impression de plonger dans le précipice. Alors, des mots magiques apparaissent et les choses semblent se résoudre, les marchés s'apaisent et les gens redeviennent un peu optimistes (mais tout de même méfiants en raison des expériences récentes).

Cette cadence semble être de 3-4 mois ; pas tout à fait tous les 90 jours mais quelque chose comme ça.

Nous avons vécu une crise en août-septembre 2007, qui a été atténuée par l'idée du « Super-SIV » de Paulson. Les mois d'octobre-novembre ont été calmes.

Nous avons eu une crise en décembre 2007, qui a été atténuée par des bail-out réalisés par les fonds souverains et les facilités de crédit fournies par la Fed. Les mois de janvier-février 2008 ont été calmes.

Nous avons eu une crise en mars 2008, qui a été atténuée par le bail-out de Bear Stearns et un surcroît de facilités de crédit fournies par la Fed. Les mois d'avril-juin ont ensuite été calmes.

Nous avons vécu une crise en juillet 2008, qui a été atténuée par la législation immobilière Fannie/Freddie. Août est calme (et je pense que septembre le sera également) ...

Chaque fois que les choses s'apaisent, les marchés pensent que le pire est derrière eux et un sentiment de complaisance apparaît. Mais ce n'est pas fini...

Nous pouvons nous attendre à un nouveau pic de panique en octobre 2008 ; très probablement fin octobre, lorsque les sociétés publieront leurs résultats du troisième trimestre.

Ce sera environ deux semaines avant le jour de l'élection présidentielle et juste après le dernier débat. Le Congrès ne sera pas en session parlementaire et il n'y aura donc aucune possibilité de trouver une solution législative rapide. La Fed a épuisé ses munitions et la crédibilité de Paulson a été entamée car un grand nombre de ses idées n'ont mené nulle part...

Du point de vue du candidat, voici deux réflexions :

A. Ne laissez pas s'installer la complaisance vis-à-vis de la crise. Restez à l'affût d'une nouvelle tempête avant le jour des élections.

B. Préparez-vous à faire des déclarations d'homme d'État ; le candidat devrait avoir en poche une déclaration portant sur l'économie et dont il pourra se servir ; vous n'aurez peut-être pas le temps d'improviser, et les crises sont rarement le moment idéal pour avoir les idées claires. (Les caractères gras ne figurent pas dans le texte original).

Le lundi 25 août 2008, j'étais invité par un haut conseiller de l'équipe de campagne de McCain à participer formellement à la conférence téléphonique de campagne programmée le 27 août avec l'équipe de conseillers économiques. Je composai le numéro à l'heure dite ; l'ambiance était assez détendue. Les économistes pensaient qu'il n'y avait vraiment pas grand-chose à faire, sur le front économique, à part s'en tenir à leur discours pro-croissance plaidant en faveur d'une baisse de la fiscalité et de la réglementation.

McCain faisait campagne en tant que « faucon³⁵ » en matière de politique étrangère, et non en tant qu'expert en politique économique. Il voulait confronter le candidat Barack Obama sur la question de l'Irak. La politique prônée par McCain consistait

35 Foreign policy hawk : interventionniste

à s'appuyer sur le succès militaire du « Bush Surge³⁶ ». Obama souhaitait mettre un terme à l'engagement des troupes et se retirer d'Irak. L'équipe de McCain était soulagée, après le *bail-out* de Freddie et Fannie. D'après eux, la crise était finie. Cela signifiait que leur candidat pouvait se concentrer sur son discours de politique étrangère.

Après avoir attendu une occasion de prendre la parole, voici ce que je déclarai à l'équipe de McCain : « Eh, la crise financière n'est pas finie. Il y aura un séisme avant le jour de l'élection ». À l'autre bout fil, silence total. J'ajoutai : « Il y a eu des explosions espacées de quelques mois, depuis le début. Chacune s'avère plus importante que la précédente et elles ne sont pas terminées ; vous devez vous préparer à la suivante ; les gens ne s'intéresseront qu'à ça. »

Je continuai, tandis que l'équipe d'économistes de McCain écoutait attentivement. « Voici ce que vous devez faire. Rédigez un discours dès maintenant ; faites-le sous forme de plan en quatre points. Peu importe, même, la nature de ces points, mais faites-le. Peut-être pouvez-vous parler d'une chambre de compensation pour dérivés, et de transparence. Lorsque la crise éclatera, placez votre candidat sur les marches du Trésor et faites-lui lire le plan devant les médias. La population sera au bord de la panique ; elle trouvera son discours rassurant. Cela propulsera le candidat ».

La personne chargée de piloter cette conférence téléphonique intervint : « Merci, Jim, mais nous ne pensons pas que ce soit un problème. La crise est terminée ; nous devons nous en tenir à notre message en faveur de la croissance ». La conférence

36 Décision de G.W. Bush de renforcer les troupes militaires américaines en Irak

s'acheva là-dessus. Ce fut ma première et dernière expérience en tant que conseiller de campagne. Je n'ai pas été réinvité.

La crise atteignit bel et bien un paroxysme au cours du « week-end Lehman », les 13 et 14 septembre 2008. Lehman Brothers se déclara en faillite le 15 septembre.

Ce jour-là, l'Indice Dow Jones Industrial Average chuta de plus de 500 points, soit un plongeon de 4,4%. Pour McCain, les conséquences furent désastreuses. Il s'y connaissait peu en matière économique mais il se devait d'agir. McCain avait l'air distrait et confus. Le 24 septembre 2008, McCain stupéfia les républicains lorsqu'il suspendit sa campagne pour retourner à Washington et gérer la crise. McCain insista pour rencontrer le président Bush et discuter d'une action en réponse. À six jours de l'élection, l'équipe de crise de Bush ne pouvait montrer qu'elle favorisait un candidat par rapport à l'autre. Bush invita donc McCain et Obama dans le *Cabinet Room* de l'aile Ouest, le 25 septembre, pour une consultation de crise. L'équipe Obama n'en savait pas plus que McCain, sur les dynamiques de crise. Mais ils furent assez malins pour rester détendus, dire peu de choses et avoir l'air calme. Quant à McCain, le teint gris, il avait l'air nerveux et proche de la panique. Dans un contexte où les marchés étaient en chute libre, la population américaine a remarqué la différence.

Depuis l'élection de 2008, tout le monde pense que c'est le fait qu'il ait choisi Sarah Palin comme colistière, qui a précipité la perte de McCain. C'est la série télévisée d'HBO, *Game Change*, parue en 2012, qui a répandu cette idée. Cela correspond à l'opinion régnant dans les cercles de Washington, selon laquelle Sarah Palin aurait été trop légère en politique et un boulet pour McCain. Mais les données n'étaient pas ce récit. Selon un sondage d'opinion RealClearPolitics, le jour précédant la

faillite de Lehman, McCain était devant Obama à 47,4% contre 45,3%. Deux jours après Lehman, les candidats étaient au coude à coude à 45,7%. Le jour suivant, Obama a pris la tête, à 47,1% contre 45,2%. Obama n'a plus jamais été en queue des sondages, ensuite. Ce n'est pas Palin, mais bien Lehman, qui a marqué le tournant vers la victoire d'Obama.

Mes avertissements concernant cet effondrement, adressés au Trésor en 2007, sous le mandat de Bush, et à l'équipe de campagne de McCain, en 2008, avaient été vains. Bush et McCain n'ont pas été les seuls à ne pas comprendre les informations précieuses fournies par la théorie de la complexité. Des responsables politiques comme Paulson ou Bernanke, et des dirigeants tels que John Tahain, de Merryll Lynch, ou Dick Fuld, de Lehman, ont été tout aussi abasourdis.

Le 29 septembre 2008, soit dix ans après le sauvetage de LTCM, le Congrès rejeta la loi TARP³⁷ du plan Paulson-Bernanke sur le *bail-out* conçu pour soutenir les banques avec l'argent du contribuable. Le jour suivant, l'Indice Dow Jones Industrial Average chuta de 777 points, soit un plongeon de 8%, et la plus grande perte enregistrée en valeur absolue.

Deux jours plus tard, le 2 octobre, le *Washington Post* publia mon article intitulé « Une montagne passée inaperçue : Les raisons de l'échec des modèles de risques à Wall Street et à Washington. » C'était ma première contribution publique s'appuyant sur la théorie de la complexité afin d'expliquer l'effondrement financier qui avait lieu. Voici ce que j'écrivais :

Depuis les années 1990, la gestion des risques à Wall Street a été dominée par un modèle appelé « Value at Risk » (VaR). La

37 *Troubled Asset Relief Program*

VaR attribue des facteurs de risque à tous les titres et les réunit dans l'intégralité d'un portefeuille, tout en identifiant les risques qui s'annulent. Il ne reste alors que le risque « net », qui est alors pris en compte à la lumière de schémas historiques. Le modèle prédit à 99% que les institutions ne peuvent perdre davantage qu'une somme d'argent donnée. Les institutions comparent ces « pires situations » avec leurs fonds propres réels et, si les fonds propres sont supérieurs, elles peuvent dormir sur leurs deux oreilles. Les régulateurs, sachant que les institutions utilisaient ces modèles, dormaient également sur leurs deux oreilles.

Mais une erreur colossale s'était tapie derrière ces modèles : la croyance que le risque est distribué de façon aléatoire et que dans une série, chaque événement n'a aucune incidence sur le suivant... Ces systèmes sont représentés par une courbe en forme de cloche qui indique clairement que les événements semblables à ceux que nous avons vécus dernièrement sont aussi si improbables en termes de statistiques qu'ils en deviennent impossibles. Voilà pourquoi les marchés sont pris de court lorsqu'ils se produisent.

*Et si les marchés ne s'apparentaient pas au jeu de pile ou face ?
... Et si les nouveaux événements étaient profondément affectés par ce qu'il s'est produit avant ?*

Que ce soit dans la nature ou chez l'homme, les systèmes débordent de relations de complexité où le moindre changement au départ aboutit à des résultats divergents et imprévisibles... qui... ne peuvent être modélisés, même avec les ordinateurs les plus puissants. Les marchés financiers constituent un exemple de ces systèmes dynamiques complexes.

Le *Washington Post* ne plaisante pas du tout avec les chroniqueurs occasionnels. Ma contribution sur la théorie de

la complexité intervenait au *sumum* de la crise et seulement après une série de téléconférences avec Vincent Reinhart, économiste monétaire pour le Comité de politique monétaire de la Fed (FOMC), et expert en bulles de marché. Reinhart jouait le rôle d'arbitre au comité de rédaction du *Post*. J'avais débattu de mes théories avec lui, depuis une chambre d'hôtel à Budapest, où j'étais en déplacement. Là-bas, on était au beau milieu de la nuit. J'ai pu répondre à ses questions techniques et, après quelques petites modifications sur certains mots et phrases, le *Post* a publié mon article. Je suis sûr que cet article n'a eu aucun impact sur la politique publique, à l'époque. Mais j'étais heureux d'avoir l'opportunité d'être publié après avoir vainement formulé plusieurs avertissements en privé.

Le jour suivant, le 3 octobre 2008, le Congrès vota la loi TARP. Le président Bush entérina la loi en quelques heures. Les acteurs du marché, les journalistes et les Américains ordinaires étaient stupéfaits de constater à quel point le système avait échappé à tout contrôle en quelques semaines, passant de l'affaire Lehman à celle d'AIG puis à la loi TARP. À présent, de nouvelles rumeurs couraient, selon lesquelles d'autres *bail-out* seraient nécessaires. La loi TARP contribua à enrayer la chute libre des marchés financiers. Mais pour l'économie réelle, les problèmes ne faisaient que commencer. Les États-Unis entrèrent dans leur pire récession depuis la Grande Dépression. Le chômage s'envola à plus de 10%. L'Indice Dow Jones Industrial Average s'effondra de 10 831,07 le 1^{er} octobre 2008 à 6 547,05 le 9 mars 2009 – soit un plongeon époustouflant de 40%, couronnant les pertes qui s'étaient déjà produites depuis le pic d'octobre 2007.

Comme ce fut le cas en 1998, les responsables politiques n'ont pas retenu les leçons de la crise et fait le contraire de ce qu'il fallait pour empêcher un futur effondrement. Les bourdes

politiques débutèrent immédiatement avec le recours aux financements récemment autorisés par la loi TARP. Paulson et Bernanke l'avaient fait passer au Congrès sous forme de financement destiné à racheter des actifs douteux aux banques, pour les revendre ensuite progressivement et récupérer la mise dans l'intérêt du contribuable. Cette tactique avait du sens ; de fait, une variante avait été utilisée pour faire le ménage lors de la crise de l'épargne et du crédit, dans les années 1980. L'autre avantage, c'est que les actifs douteux ont été retirés des banques. Avec des bilans purgés, les banques pouvaient recommencer à prêter de l'argent aux petites et moyennes entreprises, qui sont les plus dynamiques et créent le plus d'emplois.

Au lieu de tenir les promesses faites au Congrès, Paulson a donné l'argent aux banques et leur a permis de conserver les actifs douteux en espérant qu'elles récupèreraient leurs pertes. L'argent récupéré n'est pas allé dans la poche du contribuable. Paulson s'est assuré que les futurs gains iraient dans celles des banques, et notamment de ses anciens confrères de Goldman Sachs.

L'attrape-nigaud de Paulson a été étendu par le gouvernement Obama en mars 2009, lorsque la comptabilité *mark to market* a été suspendue. Cela veut dire que les prétendus actifs des banques ont été surévalués. Une fois ces valorisations gonflées mises en place, les banques ont attendu patiemment tandis que la Fed faisait grimper le cours des actifs grâce à l'argent facile jusqu'à ce que les valorisations de marché se rapprochent des valorisations bidon qu'elles avaient comptabilisées. Pour les banques, l'ultime étape consista à se défaire lentement des actifs et à réaliser des gains qui furent siphonnés par les banquiers et les actionnaires sous forme de bonus, versés aux dirigeants, et de dividendes. Le contribuable s'est fait traiter comme un

prêteur à qui l'on force la main, et qui récupère son argent mais pas sa part du profit. Le fait que cette fraude ait été perpétrée tant par le gouvernement Bush que celui d'Obama démontre que le pouvoir des banques transcende la politique, et que cette situation est permanente à Washington.

Les répercussions II

De 2009 à 2010, le Congrès et la Maison-Blanche passèrent leur temps à élaborer et voter la loi *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Cette loi fut entérinée par le président Obama le 21 juillet 2010. La version finale de la loi Dodd-Frank comptait plus de 1 000 pages, et fut à peine lue par les membres du Congrès qui votèrent en sa faveur. C'était un étrange mélange de véritable réforme, de pseudo-réforme, de négligence et de choses superflues sélectionnées dans les listes de *desiderata* des lobbyistes.

Certaines dispositions de la loi, notamment l'augmentation des exigences de fonds propres bancaires, et la « Volcker Rule », qui limitait certains types de trading pour compte propre, furent des avancées utiles, bien que limitées, vers un système financier plus sûr. La disposition la plus surfaite concernait l'*Orderly Liquidation Authority*³⁸. En théorie, c'était la feuille de route permettant de gérer la défaillance de banques *too big to fail*, en évitant le chaos de la faillite de Lehman de 2008 et les *bail-out* bancaires de circonstance. En pratique, cette gestion ordonnée des défaillances est une nouvelle invention de Washington qui ne tiendra pas une seconde si on la teste dans des conditions de crise réelle. Les autorités de réglementation auront recours au copinage et à l'improvisation, comme elles le font toujours.

38 Autorité de résolution des défaillances bancaires

Le délabrement du devoir parlementaire est visible dans les deux cents et quelques projets de loi exigés pour aboutir à la loi Dodd-Frank. Le Congrès a identifié des sujets importants qui n'étaient pas couverts par les dispositions, puis délégué l'élaboration des règles à des agences. À partir de 2011, cette loi est devenue la proie des lobbyistes des banques, bien décidés à vider de sa substance la volonté parlementaire. Au bout du compte, cette volonté parlementaire s'est retrouvée aussi dénuée de substance que l'espadon du *Vieil Homme et la Mer*. Parmi les choses superflues contenues dans la loi Dodd-Frank se trouve notamment la création d'une nouvelle autorité appelée *Consumer Financial Protection Bureau*³⁹. À ce jour « le Bureau » a soutiré aux banques plus de 11 Mds\$ en protocoles de transaction, et réduit l'accès au crédit, ce qui pénalise la reprise économique. Comment l'action du Bureau pourrait-elle empêcher une nouvelle crise bancaire ? Cela demeure un mystère.

La loi Dodd-Frank a bien traité directement le risque systémique en créant deux autres autorités : le *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) et l'*Office of Financial Research* (OFR).

Le FSOC est une nouvelle incarnation de l'ancien Groupe de travail du président, qui avait fait fi des avertissements de Brooksley Born, en 1998, concernant les dérivés. Le FSOC est composé du secrétaire au Trésor, du président de la Fed, et des dirigeants de la SEC, du CFTC, du FDIC et de plusieurs autres autorités de régulation financière. La loi Dodd-Frank confère un caractère formel au pouvoir du FSOC et centralise ce pouvoir au niveau du Trésor. Le FSOC est censé coordonner un programme d'urgence en cas de future crise systémique.

39 Bureau américain de protection des consommateurs

L'*Office of Financial Research* est un nouveau *think-tank* hébergé sur le site du Trésor, afin de permettre aux autorités de régulation financière d'être à jour avec les génies de Wall Street en termes d'évaluation du risque des dérivés. L'OFR est la branche analytique du FSOC. En principe, les décisions du FSOC relatives au risque systémique, ainsi que les mesures en réponse aux crises, seront alimentées par des analyses réalisées par l'OFR. Ces deux administrations sont censées coopérer étroitement.

Début 2013, j'ai été convié à donner une brève conférence devant des responsables du FSOC et de l'OFR, au Trésor, à Washington. Cette conférence s'est déroulée le vendredi 12 avril. Le responsable du Trésor, l'organisateur, souhaitait en apprendre davantage sur la théorie de la complexité et son utilisation dans l'identification du risque systémique au sein des marchés financiers. Je me suis senti encouragé par cette invitation. Peut-être que l'heure de la Glasnost avait enfin sonné à Washington, 25 ans après avoir frappé l'ancienne Union soviétique ?

J'ai rédigé un livre blanc sur les principaux modèles de gestion des risques, que j'ai envoyé au Trésor avant la conférence. À Washington, j'ai rencontré neuf responsables du FSOC et de l'OFR, puis je me suis lancé dans ma présentation. Cette réunion a duré environ deux heures, un généreux créneau octroyé par les responsables du Trésor. J'étais reconnaissant que l'on m'offre cette opportunité.

Mais alors que je poursuivais ma présentation, j'ai eu l'impression qu'en dépit de leur attention, les gens du Trésor n'étaient pas intéressés par les étapes suivantes. Les responsables semblaient « se contenter » d'écouter de nouvelles idées mais sans en intégrer les implications.

À un moment donné, j'ai interrompu ma présentation et je me suis tourné vers le plus haut responsable présent et je lui ai dit la chose suivante : « Je n'envie pas votre situation. Les nouvelles idées ne semblent avoir aucune importance. Vous ne pouvez pas faire grand-chose car les banques possèdent cette ville. »

Je m'attendais à une réaction indignée à cette remarque compatissante mais tout de même provocante. Au contraire, le responsable m'a regardé et répondu : « Vous avez raison ». Il admettait avec franchise que la gestion des risques passait après les bénéfices des banques.

Un peu plus tard, j'ai demandé au principal responsable de l'OFR quels étaient les modèles d'évaluation du risque systémique qu'ils utilisaient. Je savais qu'ils n'utilisaient pas la théorie de la complexité, et continuaient de se servir de la VaR. Je voulais savoir si la VaR avait été peaufinée, ou si des évolutions avaient été adoptées. Le responsable a répondu : « Eh bien, nous nous contentons de mettre en œuvre les réglementations de la loi Dodd-Frank. Nous laissons la gestion du risque systémique à la Fed. »

Cet aveu était bien plus déconcertant que la précédente réponse concernant le pouvoir des banques. Je savais à quel point les modèles de la Fed étaient erronés car j'en avais discuté avec certains des responsables et ses équipes de recherche. J'espérais mieux de la part de l'OFR. Pourtant, Washington s'entêtait dans la même voie : des banques toujours plus importantes, toujours plus de dérivés, toujours plus d'interconnexion. L'OFR récupérait ses données de gestion du risque auprès de la Fed. C'était comme si un aveugle guidait un autre aveugle.

Au cours de ces trente dernières années, les marchés financiers internationaux ont atteint une masse critique et se

sont orientés vers un effondrement total à quatre reprises. La première fois, c'était le 19 octobre 1987, ce Lundi Noir où les marchés actions ont chuté de plus de 20% en un seul jour. La deuxième fois, c'était le 20 décembre 1994, la Crise Tequila, lorsque le Mexique a dévalué le peso de 15% en un seul jour. La troisième fois, c'était le 17 août 1998, lorsque la Russie a dévalué le rouble et fait défaut sur sa dette, provoquant l'effondrement de LTCM. La quatrième fois, c'était le 20 juin 2007, lorsque deux *hedge funds* de Bear Stearns se sont effondrés après une vaine tentative de sauvetage ayant provoqué la crise de Lehman, l'année suivante. Les marchés financiers se trouvent dans un état supercritique, comme disent les physiciens, ce qui signifie qu'un seul événement critique peut déclencher une réaction en chaîne aboutissant à un résultat catastrophique. Une simple extrapolation de cette chronologie sur 39 ans révèle que le prochain événement critique aurait déjà dû se produire.

D'autres événements de marché majeurs ont eu lieu, au cours de cette période, notamment l'éclatement de la bulle d'actifs japonaise, en 1990, et celui de la bulle Internet en 2000. Si les événements liés à ces bulles ont entraîné de lourdes pertes pour les investisseurs, ils n'ont pas eu de conséquences systémiques mondiales. La réaction au vote du Brexit, au Royaume-Uni, le 23 juin 2016, en vue de quitter l'Union européenne, aurait pu devenir critique, et elle le peut encore. Pour l'instant, le Brexit est circonscrit par les promesses de la banque centrale, de la même façon qu'un opérateur de réacteur nucléaire peut empêcher une fission en insérant une barre de contrôle dans le noyau radioactif.

Les catalyseurs de 1987, 1994, 1998 et 2007 sont tous devenus supercritiques. Les réactions en chaîne de ces crises n'ont été

enrayées que par l'intervention massive des banques centrales et d'autres mesures interventionnistes.

J'ai vécu ces quatre crises en exerçant les différentes professions de banquier, responsable de *hedge fund* et analyste. Je n'ai pas vu arriver les trois premières. Elles sont arrivées, c'est tout. Ou du moins, c'est l'impression que l'on a eue, à l'époque, et j'ai fait de mon mieux pour les traverser. En me basant sur ces expériences, et notamment celle de 1998, j'ai fait des recherches et mis au point les modèles nécessaires à la bonne compréhension des propriétés statistiques du risque. En observant avec un certain recul les années 1987, 1994, et 1998, je vois bien que ces crises ne se sont pas contentées « d'arriver », mais qu'elles étaient le résultat prévisible des dynamiques de l'état critique. En utilisant les modèles appropriés, la crise de 2007 était prévisible dès 2005, comme j'ai pu l'annoncer à l'époque.

En recourant aux mêmes modèles, et en regardant l'avenir, ce qui se distingue est troublant. Une fois de plus, les clignotants du système ont viré au rouge.

EN MARCHE, VERS LA FAILLITE

Le séisme :

2018

CHAPITRE 6

Il est inimaginable que la fin de l'Âge de Bronze ait été provoquée par un incident isolé. Cette fin fut plus probablement le résultat d'une série complexe d'événements qui retentirent dans tous les royaumes et empires interconnectés, en mer Égée et Méditerranée orientale, avant d'aboutir à l'effondrement de tout le système...

Eric H. Cline

1177 B.C.: The Year Civilization Collapsed

Si ce monde surpeuplé, interconnecté, urbanisé et nucléarisé que nous avons créé bascule dans un nouvel « Âge des Ténèbres », alors ce sera certainement le plus horrible de tous.

Ian Morris

The Dawn of a new Dark Age, juillet 2016

L'homme sans visage

« Pas encore ». Telle fut la réponse de Jon Faust, lorsque je lui demandai si la Réserve fédérale identifiait une bulle semblable à celles de 1998 et 2008. Sa réponse était alarmante. Elle démontrait que la Fed avait retenu peu de choses des épisodes précédents. Si la Fed était incapable de voir qu'une nouvelle bulle était sur le point d'éclater, alors elle ne pourrait pas l'en empêcher.

Faust est un initié de la Fed, soigneusement sélectionné en 2012 par Ben Bernanke, alors président, en tant que conseiller spécial au sein du Conseil des gouverneurs de l'institution. Le terme « initié » est souvent utilisé à tort et à travers pour désigner des personnes qui ne sont impliquées qu'indirectement, et ne font en réalité pas partie du cercle restreint de l'institution à laquelle elles sont censées appartenir. Cet usage approximatif ne s'applique pas à Jon Faust. En ce qui concerne le rôle qu'il a joué à la Réserve fédérale, « initié au sein du cercle des initiés » lui conviendrait mieux.

Le mandat de Faust à la Fed, de janvier 2012 à août 2014, a notamment couvert la période de transition où Janet Yellen a succédé à Ben Bernanke aux fonctions de président de la Fed. Le rôle de Faust était vaste, mais il s'est concentré sur la communication. Il ne s'agissait pas de relations publiques, ni de relations avec la presse. Les fonctions occupées par Faust signifiaient qu'il était *consigliere*⁴⁰ ainsi que le principal artisan du *forward guidance*.

40 Éminent conseiller

Dans un univers peuplé de taux bas ou à zéro, le *forward guidance* est le principal outil monétaire de la banque centrale. La Fed recourt au *forward guidance* afin de manipuler les attentes des marchés. Ces manipulations permettent à la Fed de resserrer ou d'assouplir sa politique sans modifier les taux. La Fed modifie davantage *les attentes* que les taux en soi. Elle le fait en utilisant certains mots lors de ses discours, déclarations, comptes-rendus et fuites dans la presse. Ce sont ces mots qui constituent le *forward guidance*, et Faust en était le rédacteur.

Bien qu'il ne fût pas membre du conseil, Faust était sans doute la troisième personnalité la plus puissante au sein de la Fed, après le président et William C. Dudley, président de la Réserve fédérale de New York. Le fait qu'il ait été inconnu à l'extérieur de la Fed ne fait que renforcer son pouvoir occulte, dont la vocation était de faire bouger les marchés par l'intermédiaire de mots choisis. Dans un roman d'espionnage, Faust aurait été « l'homme sans visage ».

On ne rédige pas le *forward guidance* en suivant les choses de loin. Déterminer les expressions précises à utiliser lors des déclarations publiques exigeait une connaissance approfondie des arcanes du FOMC et des opinions personnelles de Bernanke et de Yellen. Tout au long de sa mission, Faust a participé à presque toutes les réunions du FOMC, sous les hauts plafonds ornements de la salle du conseil de la Fed. Des réunions portant notamment sur le plus vaste programme d'émission d'argent jamais lancé par la Fed, appelé QE3, sur la menace de Bernanke de diminuer l'émission monétaire en mai 2013, et sur sa diminution effective amorcée en décembre 2013. Entre deux réunions du FOMC, Faust était dans les bureaux de Bernanke et de Yellen pour des

séances de brainstorming, et pour expérimenter des mots et expressions susceptibles d'avoir un impact sur les marchés. Ultérieurement, lorsque j'ai évoqué avec Ben Bernanke le rôle de Faust, voici ce qu'il m'a dit : « Oui, le bureau de Jon était juste en face du mien ». En ce qui concerne le *forward guidance*, Faust fut le cerveau de la Fed.

Faust est un membre éminent du clan des universitaires keynésiens-monétaristes. Il a passé son doctorat (Ph.D.) en 1988, à l'université de Californie, Berkeley, où Janet Yellen enseignait avant d'occuper de hautes fonctions au sein de la Fed. Le directeur de thèse de Faust, George Akerlof, prix Nobel d'économie, est le mari de Janet Yellen. Faust a occupé différents postes à la Fed, de 1981 à 2006, avant de devenir directeur adjoint de sa division financière internationale. Inutile de le préciser, Faust n'était inconnu ni de la Fed, ni de Bernanke, ni de Yellen, lorsqu'il a été contacté, en 2012, afin d'intervenir en tant que conseiller.

Le 20 janvier 2015, peu de temps après qu'il eut quitté la Fed, Jon et moi avons dîné au National, un grill à la mode, à New York, dans un salon privé situé au deuxième étage. Le décor du National est traditionnel : du bois sombre, du cuivre, des nappes blanches et une lumière tamisée. Je connaissais Jon depuis des années. Mais c'était la première fois que nous nous rencontrions en personne, depuis que Bernanke l'avait engagé en 2012. Nous étions assis à 30 cm l'un de l'autre, de part et d'autre d'un angle de la table. Nous avons parlé pendant deux heures, tout en dégustant du saumon, de la crème brûlée et du bon vin : du rouge pour Jon et le traditionnel Sauvignon blanc pour moi.

Je suivais ce que déclaraient et écrivaient les membres du FOMC et, par ailleurs, je m'entretenais également de temps

en temps avec des gouverneurs de la Fed et des présidents de Réserves fédérales régionales. Je pouvais donc faire référence aux confrères de Faust, au FOMC. Alors la conversation a été plus animée, car nous avons pu échanger nos impressions sur leur personnalité, ainsi que sur les mesures.

Je me suis particulièrement intéressé à Jeremy Stein. Stein a été gouverneur et membre du FOMC de mai 2012 à mai 2014, période correspondant au moment où Jon était à la Fed. Selon moi, Stein était le seul gouverneur capable de comprendre, techniquement, que la politique de taux zéro de la Fed créait des menaces latentes et des dynamiques de bulle. Certains membres du FOMC, à l'époque, notamment le président de la Fed de Dallas, Richard Fisher, parlaient ouvertement de la nécessité de relever les taux et du danger de ne pas le faire. Mais Fisher, de même que Charles Plosser (de la Fed de Philadelphie), qui est sur la même longueur d'onde, avaient des raisons intuitives, voire populistes, de relever les taux. Ces raisons avaient en partie quelque chose à voir avec l'injustice infligée aux déposants, à qui l'on n'offrait aucun rendement digne de ce nom sur leur argent alors que les banquiers de Wall Street utilisaient l'argent facile pour s'enrichir et racheter leurs propres actions.

Stein était plus subtil. Il connaissait bien les rouages de la machine. Stein savait que les swaps d'actifs – échange d'un collatéral « pourri » contre un collatéral de qualité, de manière à pouvoir garantir une future transaction avec un bon collatéral – amplifiaient le levier caché. Il avait compris que le renforcement de la réglementation alimentait la désintermédiation (le *shadow banking*) pour en faire quelque chose de pire encore que ce qui s'était effondré en 2008. Il comprenait que les risques liés aux dérivés résidaient dans

les valeurs notionnelles brutes, et pas dans les valeurs nettes. C'était très clair, dans ses discours et ce qu'il écrivait. Stein avait vu les dynamiques de bulle. Et puis il est parti. Parmi ceux qui sont restés au sein du FOMC, personne ne semblait voir ce qu'il avait vu.

J'ai posé une question directe à Jon. Stein avait lancé un avertissement, au sein de la Fed. Son analyse était rigoureuse et dénuée de populisme. Stein savait également que si une nouvelle bulle éclatait si peu de temps après la crise de 2008, cela détruirait la confiance sur une génération entière et anéantirait tout ce que la Fed avait fait après la crise pour remettre l'économie sur les rails. Je me suis penché vers lui et lui ai posé la question suivante : « Est-ce que Janet Yellen voit ce que Stein a vu ? Est-ce qu'elle croit que les marchés sont en situation de bulle ? » Voici ce que Faust m'a répondu : « Pas encore ».

Cette réponse était révélatrice. Elle signifiait que la Fed s'en tenait à ses modèles obsolètes. Cette idée selon laquelle la Fed ne doit pas tenter de stopper les bulles mais se contenter de faire le ménage après qu'elles aient éclaté, remonte très loin. Les discussions autour de cette approche remontent au moins aussi loin que les travaux classiques réalisés par Friedman et Schwartz sur les origines de la Grande Dépression. Friedman et Schwartz ont critiqué la décision prise par la Fed en 1928 de relever les taux d'intérêt afin d'atténuer la bulle du marché actions. En relevant les taux à un moment où l'inflation n'était pas une menace, la Fed a provoqué une récession en 1929, avec pour conséquence directe le krach boursier qui s'est produit au mois d'octobre. On dit souvent que ce krach marque le début de la Grande Dépression. Alan Greenspan et Ben Bernanke sont d'accord avec les critiques formulées

par Friedman et Schwartz. On a félicité Greenspan d'avoir laissé éclater en 2000 la bulle Internet amorcée en 1996. Il a « fait le ménage » sans créer de graves dégâts économiques ni de contagion systémique. Bernanke a repris l'approche de Greenspan en matière de gestion des bulles dans bon nombre de ses écrits, et lors d'un célèbre discours sur les causes de la Grande Dépression, prononcé le 2 mars 2004.

Pourtant, l'approche Greenspan-Bernanke relative aux bulles est une mauvaise interprétation de l'histoire. Elle est également contredite par l'expérience récente. La Fed a bien fait une erreur en relevant les taux en 1928, mais l'erreur ne fut pas de s'être attaqué à la bulle, mais de ne pas avoir suivi les règles du jeu. Les États-Unis appliquaient l'étalon-or, en 1929, et d'importants flux d'or entraient dans le pays, en provenance d'Europe. Selon les règles du jeu monétaires, les afflux d'or exigeaient un assouplissement monétaire qui provoquait l'inflation, augmentait les prix des exportations et rééquilibrait les flux d'or en faveur de l'Europe. Le relèvement des taux a augmenté les flux d'or en direction des États-Unis et réduit les liquidités dans le reste du monde. Cette politique était à l'opposé de ce qu'un étalon-or exigeait, et a directement contribué à la Grande Dépression.

Ce que Greenspan et Bernanke ne saisissent pas, c'est qu'à l'heure actuelle, il n'y a ni étalon-or, ni l'ombre d'un étalon monétaire. Sans un étalon monétaire permettant de calibrer ses mesures, la Fed doit se demander si ce n'est pas elle-même qui crée une bulle plutôt qu'un élément exogène. Ses décisions de relever ou abaisser les taux ne sont pas guidées par des flux d'or entrants, mais par des caprices et des corrélations erronées entre inflation et chômage, connues sous les noms de « NAIRU » (*the non-accelerating inflation rate of unemployment*)

ou « taux de chômage compatible avec une inflation stable », et « courbe de Phillips ».

L'expérience montre que Greenspan n'a pas géré la bulle Internet de manière si habile, après tout. En faisant le ménage, il a maintenu les taux trop bas trop longtemps, ce qui a abouti directement à la bulle de l'immobilier et à l'effondrement financier de 2008. La politique des taux zéro de Bernanke (prolongée par Janet Yellen) de 2008 à 2015 reproduit l'erreur de Greenspan, et est potentiellement catastrophique.

Il existe une meilleure analyse, selon laquelle les bulles ne sont pas automatiquement dangereuses. Ce qui compte, c'est qu'elles soient ou non alimentées par la dette. La bulle Internet a été alimentée par une « exubérance irrationnelle », selon les termes de Greenspan, et non par la dette ; elle a causé relativement peu de dégâts macroéconomiques lorsqu'elle a éclaté, malgré les pertes subies par les investisseurs. Par contre, la bulle de l'immobilier a été intégralement motivée par l'endettement et les dérivés, et a provoqué la plus grande récession depuis la Grande Dépression. Toutes les bulles ne se ressemblent pas. Stein l'avait compris.

Pour comprendre ces dynamiques de bulle, l'effet de levier est un paramètre plus pertinent que l'endettement. Outre les emprunts traditionnels, le levier peut comporter des dérivés. Voilà l'autre grande lucidité de Stein. Non seulement Bernanke et Yellen n'ont pas fait la distinction entre les bulles motivées ou non par l'endettement, mais ils n'ont pas vu, non plus, que les dérivés étaient une forme d'endettement. Les nouvelles bulles d'actifs qui se sont à nouveau développées en 2016 appartiennent à la mauvaise catégorie : elles sont motivées par

l'endettement et les dérivés. L'approche non-interventionniste de Yellen, obsolète, a fait fi de cette distinction.

L'incapacité des économistes à prévoir les crises n'a rien de nouveau. Il existe un exemple tristement célèbre, celui de cet éminent économiste, Irving Fisher, qui a déclaré que les marchés actions avaient atteint « ce qui ressemblait à un haut plateau permanent », quelques jours à peine avant que le krach boursier du 28 octobre 1929 ne fasse dégringoler le marché de 24% en deux jours. Le krach s'est poursuivi alors que le marché actions perdait 80% par rapport à ses plus-hauts de 1929, avant d'atteindre un plus-bas en 1932. L'intérêt n'est pas de ridiculiser Fisher – l'un des économistes les plus brillants du xx^e siècle – mais de souligner que les économistes, et surtout ceux de la Fed, ne voient carrément pas les bulles.

Certains modèles parviennent à les identifier, à l'aide de la théorie de la complexité, de l'inférence causale et de l'économie comportementale, bien que le timing précis de l'effondrement demeure difficile à prédire en raison de catalyseurs infinitésimaux et de « dépendances au sentier », du domaine de la stochastique. Ce sont Jeremy Stein et l'ex-gouverneur de la Fed, Rick Mishkin, qui ont fait le plus de progrès, s'agissant d'utiliser les fonctions récursives pour cerner les risques. Malgré tout, la réponse de Faust a brisé mes espoirs ; ce type de raisonnement avait dépassé le stade de la nouveauté, à la Fed mais dans l'esprit de Yellen, tout continuait comme avant. Il n'y avait pas de bulle.

L'autre aspect perturbant de la réponse de Faust, c'était le mot « pas encore ». Cela sous-entendait que si une bulle était peut-être en train de se former, on avait encore le temps de la maîtriser. L'idée, c'était que les banques centrales avaient la possibilité de faire dégonfler lentement la bulle. On peut

prendre la métaphore du thermostat, également. S'il fait trop froid dans une maison, on peut remonter le thermostat. S'il fait trop chaud, on peut le baisser. La connotation est la suivante : contrôler l'économie serait un processus linéaire et réversible. Il suffirait de tourner un bouton.

Or l'économie ressemble plus à un réacteur nucléaire qu'à un thermostat. On peut également faire baisser ou monter la charge d'un réacteur. Pourtant, ce processus n'est ni linéaire, ni réversible. Lorsqu'un seuil supercritique est atteint, le cœur du réacteur entre en fusion. Il est impossible de le reconstituer. Les réacteurs nucléaires sont des systèmes complexes, tout comme les marchés financiers. Sans le vouloir, Faust a déclaré que la Fed n'avait pas moindre idée de la façon dont fonctionnent les marchés financiers.

Comparées à ses commentaires concernant les bulles, les remarques de Faust à propos de l'assouplissement quantitatif ont été rafraichissantes. Il a reconnu franchement qu'à l'intérieur de la Fed, l'effet du QE était considéré comme « trouble ». Le QE semblait valoir la peine, et c'était probablement mieux que rien, mais ses effets bénéfiques étaient peu clairs.

Bernanke l'a également reconnu, lors de notre entretien en 2015. J'ai entendu la même chose, lors de conversations privées avec d'autres membres du FOMC. Ils ont avoué qu'ils ne savaient pas ce qu'ils faisaient, après 2008. Bernanke m'a dit que son idéal était Franklin D. Roosevelt, pendant la Grande Dépression. FDR était un grand improvisateur. Son gouvernement a mené des politiques sur la seule intuition que cela fonctionnerait peut-être. Certaines idées ont fonctionné et d'autres non. D'autres ont eu un certain effet, mais comme elles étaient ouvertement illégales, elles ont été annulées

plus tard par les tribunaux. Peu important. Le mantra de FDR, c'était d'essayer toutes les voies possibles afin de s'extirper des difficultés économiques. FDR pensait qu'en temps de crise, il valait mieux faire quelque chose que ne rien faire. Bernanke m'a dit qu'il était d'accord avec cette approche.

En fait, cela dépend. Parfois, il vaut mieux ne *rien faire* que s'agiter dans tous les sens. C'est l'essence même du serment d'Hippocrate, dont la version moderne indique : « Je n'aurai pas honte de dire 'Je ne sais pas'... Par-dessous tout, je ne dois pas me prendre pour Dieu » et « la prévention est préférable à la guérison ». Les registres historiques suggèrent fortement que la Grande Dépression se serait achevée plus tôt si les improvisations de FDR n'avaient pas créé de l'incertitude. La dépression qui se prolonge depuis 2008 (définie comme une croissance inférieure au niveau tendanciel) est due à l'incertitude créée par les improvisations de Bernanke et Yellen. En situation d'incertitude politique, les capitaux se mettent en grève.

Faust a également évoqué avec franchise les séances d'élaboration des communiqués de presse publiés après chaque réunion du FOMC. Il a qualifié ce processus de « ridicule ». On changeait des mots importants pour le simple plaisir de changer, sans que les mots aient une signification intrinsèque. Le lecteur se faisait embarquer dans un voyage sémiotique herméneutique. Un jour, Bernanke a regardé deux projets de déclaration du FOMC : l'un devait signaler qu'il n'y avait pas de changement de politique, et l'autre devait signaler un resserrement. Bernanke a levé la tête et demandé à Jon : « Laquelle est la mauvaise ? » Les mots étaient arbitraires, et destinés à la galerie. Le rôle le plus important de Faust était d'appeler Jon Hilsenrath, un journaliste du *Wall*

Street Journal, pour lui expliquer ce que la Fed *voulait* que les mots signifient, quels qu'ils fussent. Hilsenrath reproduisait scrupuleusement le sens voulu et le marché réagissait comme prévu. Michel Foucault aurait été fier.

Au bout d'un entretien d'une heure, environ, Faust et moi avons abandonné les questions politiques pour discuter de l'ère post-2008 dans une perspective historique. Malgré mes critiques de la Fed, j'ai admis qu'elle pensait au moins suivre les bonnes stratégies. Mais cela soulevait un raisonnement contrefactuel : si la Fed avait su à l'époque ce qu'elle sait aujourd'hui, aurait-elle suivi la même voie ? Le postulat à l'origine de cette question était simple. Lorsque la Fed a lancé le QE2, en novembre 2010, elle s'attendait à de solides résultats d'ici 2011. Lorsqu'elle a lancé le QE3, en novembre 2012, elle s'attendait à de solides résultats d'ici 2013. La croissance tant espérée ne s'est pas manifestée. La situation économique ne s'est pas aggravée, des emplois ont été créés. Et pourtant, la croissance restait faible, bien au-dessous de son potentiel. Tout ce processus n'était-il qu'une vaste impasse sans issue ?

Faust n'a pas directement répondu à cette question. À la place, il a imaginé que dans cinquante ans, « un nouveau Ben Bernanke arriverait, fraîchement sorti de l'université, qu'il observerait les années 1930 et la période actuelle puis comparerait les approches afin de voir ce qui a fonctionné ou non. Cette personne disposerait alors de deux points de données. » La remarque purement universitaire de Faust, concernant les points de données, a jeté une nouvelle lumière sur le raisonnement de la Fed.

Outre ses modèles d'équilibre obsolètes, le personnel de la Fed adhère à ce que l'on appelle les méthodes statistiques fréquentistes. La méthode fréquentiste est très différente

de l'approche de l'inférence basée sur le théorème de Bayes, autre type de statistiques. Ces deux approches, fréquentiste et bayésienne, se débattent avec la notion de cause et d'effet afin d'établir des prévisions. Comme c'est le cas pour de nombreux débats dichotomiques, une synthèse s'est produite, au cours de ces dernières années. Les utilisateurs de ces deux approches voient quelque chose de salutaire chez l'autre. Mais les bataillent demeurent.

Les fréquentistes affirment que, statistiquement, des conclusions valables ne peuvent être tirées qu'en disposant de volumineux ensembles de données assortis de longues séries temporelles. Plus il y a de données, mieux c'est. Ces vastes ensembles de données sont triés et analysés en recourant à des points de comparaison, des régressions et des corrélations, afin d'établir des hypothèses de causalité et repérer des anomalies. Les résultats constituent la base de solides prévisions concernant les comportements futurs. La simulation de Monte Carlo est l'une des techniques utilisées en économie. Sur ordinateur, on simule des millions de fois une roulette ou des lancers de dés : les résultats font l'objet de distributions de degrés (graphiques) afin de pouvoir observer, et prévoir avec confiance, la fréquence de résultats spécifiques. Plus il y a de données, plus les observations sont fréquentes, plus le statisticien fait confiance à sa prévision : d'où le terme de « fréquentiste ».

Les bayésiens travaillent avec nettement moins de données, non parce qu'ils le veulent, mais parce que, parfois, c'est obligatoire. Si vous devez résoudre un problème où il est question de vie ou de mort, et que vous ne disposez que d'un seul point de donnée, le théorème de Bayes vous aide à trouver la réponse. Les bayésiens peuvent résoudre des problèmes

lorsqu'il existe peu, voire pas d'ensemble de données. Ils le font en formant une supposition, appelée « préalable », qu'ils utilisent pour élaborer une hypothèse. Cette hypothèse préalable se fonde sur des facteurs comprenant l'histoire, le bon sens, l'intuition ainsi que les rares données disponibles. En se fondant sur les meilleures preuves disponibles, on lui attribue une probabilité selon laquelle elle est vraie. En l'absence de toute donnée, on lui attribue la probabilité de 50-50, estimation proche de l'incertitude.

Les bayésiens raisonnent en amont des observations afin de tester les hypothèses préalables. Chaque événement ultérieur est évalué selon la probabilité qu'il se produise produit ou non si l'hypothèse est vraie. Ensuite, cette hypothèse est actualisée en augmentant ou en diminuant la probabilité qu'elle soit correcte. Au fil du temps, l'hypothèse peut se renforcer et afficher la probabilité d'être correcte à 90% ; ou bien elle peut s'affaiblir, auquel cas elle est rejetée. Les bayésiens dignes de ce nom ont l'esprit ouvert, en ce qui concerne l'impact qu'exercent les observations ultérieures sur l'hypothèse de départ. Les fréquentistes sont scandalisés par les conjectures entourant l'élaboration d'une hypothèse préalable, et le fait d'attribuer des probabilités en l'absence de données. Ils considèrent que cette méthode n'est pas scientifique et vaut à peine mieux que des pratiques vaudou.

Les bayésiens rejettent les fréquentistes avec pragmatisme : que se passe-t-il si vous disposez de peu de données et que, malgré tout, le problème ne peut attendre ? Que ce serait-il passé, si des sous-marins avaient bloqué l'approvisionnement en nourriture du Royaume-Uni, et que votre mission était de décrypter Enigma, le code nazi, pour briser ce blocus ? Le temps que les fréquentistes rassemblent

suffisamment de données pour résoudre le problème, le Royaume-Uni aurait été vaincu à cause de la famine. Voilà pourquoi les approches bayésiennes sont largement utilisées dans le cadre d'opérations militaires et d'autres, liées aux renseignements. Ces opérateurs sont confrontés à des questions existentielles ne pouvant attendre qu'il y ait davantage de données.

Cette remarque de Faust était fréquentiste jusqu'au bout des ongles. En fait, il a dit que les politiques menées par Bernanke-Yellen de 2007 à 2015 n'avaient qu'un seul point de donnée à traiter : la Grande Dépression. Bernanke est considéré comme l'un des spécialistes monétaires de la Grande Dépression, juste derrière Milton Friedman et Anna Schwartz, deux monuments, dans ce domaine. Dans cinquante ans, et très probablement au beau milieu d'une autre mésaventure économique, un futur responsable politique aurait deux dépressions à étudier : 1929 et 2008. Et peut-être pourrait-il comparer et confronter les réponses, comme s'il répondait à une question posée lors d'un examen final, à l'université. Pour rendre justice à Faust, Bernanke a exprimé la même opinion, lorsque je lui ai parlé. L'ex-président de la Fed a médité, avant de déclarer qu'il était trop tôt pour dire si ses mesures avaient fonctionné. Pour en juger, il faudrait réaliser de futures recherches, dans plusieurs dizaines d'années.

Voici comment j'analyse l'état d'esprit fréquentiste de Bernanke et de Faust : au rythme d'un point de donnée par siècle, on aurait toutes les chances de cerner les liens entre la politique monétaire et une dépression d'ici l'année 2525. Ce que voulait dire Faust, selon moi, c'est que lorsque la crise de 2008 a frappé, Bernanke ne disposait que d'un seul cadre

de référence et qu'il a fait ce qu'il pouvait. Il est intéressant de noter qu'entre les différentes fonctions qu'elle a occupées à la banque centrale, Janet Yellen a officié à l'université de Californie, à Berkeley, l'épicentre des statistiques fréquentistes depuis le siècle dernier. Yellen était encore plus portée sur les modèles et les données que Bernanke.

Malheureusement pour le monde, la Fed ne saisit pas bien la technique bayésienne. Les marchés financiers ont été condamnés à une succession de calamités tandis que des universitaires transformés en responsables de banques centrales patientaient des décennies, en attendant que des données supplémentaires leur prouvent leur échec.

Faust et moi avons terminé la soirée non loin du restaurant, au bar du Waldorf Astoria, nommé fort à propos le *Bull and Bear*. Nous avons siroté un whisky sec, un cru sélectionné avec soin par notre ami Dave « Davos » Nolan, milliardaire et dirigeant de *hedge fund*, en compagnie, également, de Beverly Wendland, biologiste de renommée internationale. Davos, Beverly et moi avons porté un toast au retour de Jon dans le monde universitaire, et à ce que nous avons surnommé « son évvasion de la Fed ».

Malheureusement pour l'économie mondiale, elle ne peut pas s'évader, elle.

Le pouvoir de l'or

Le simple constat d'un effondrement de marché – même vu sous l'angle de la théorie de la complexité – intéresse finalement peu les investisseurs qui se préoccupent moins du *pourquoi* quelque chose s'achève que du *quand*. L'avidité joue un certain rôle. Même si les investisseurs s'accordent sur le

fait que les marchés financiers vont s'effondrer, ils restent sur le navire jusqu'à ce que cela se produise. En fait, voici ce que disent les investisseurs : « Je sais qu'il y a une bulle, mais les gains sont si attractifs que je ne peux résister. Contactez-moi la veille du krach : je vendrai tout et je m'orienterai vers les liquidités, j'achèterai de l'or et je conserverai mes gains. Voici mon numéro de téléphone. »

Le souci, face à cette attitude, c'est que personne ne connaît ni le jour ni l'heure. Cette lacune ne provient pas d'un manque d'analyse : elle est tout bonnement scientifique.

L'essence de la complexité, ce sont que des changements invisibles des conditions initiales produisent des résultats radicalement différents. Les processus de marché sont non linéaires et pratiquement non déterministes. Il peut y avoir un lien de cause à effet entre le catalyseur et l'effondrement. Mais il est trop modeste pour être observable, et le timing est difficile à prévoir. Prévoir un krach boursier, c'est comme prévoir un séisme. Si l'on est sûr que l'événement va se produire et que l'on peut en estimer la magnitude, personne ne sait jamais quand, exactement, il va se produire.

Des expériences scientifiques réalisées en laboratoire, notamment avec des sacs de sable (semblables à la dynamique du flocon de neige et de l'avalanche), de même que des simulations sur ordinateur s'appuyant sur des automates cellulaires, révèlent que des événements extrêmes ont une distribution de degrés. Mais même en réalisant un million d'expériences, on ne peut prédire quel grain, exactement, va provoquer l'effondrement du tas de sable.

C'est l'instabilité systémique, et non un catalyseur individuel, qui détruit votre argent. Les investisseurs

inquiets ne doivent pas se concentrer sur les flocons mais plutôt guetter l'avalanche. Toutefois, il est assez plaisant de rechercher des flocons.

Le flocon le plus sensationnel, ce serait peut-être l'annonce qu'une livraison d'or, destinée à une banque de premier plan, ne peut être réalisée. Pour les marchés, ce serait un choc équivalent à celui des défauts sur les prêts *subprime* de 2007. Une frénésie d'achat sur l'or, une super flambée des cours de l'or et une onde de choc sur les autres marchés seraient autant de conséquences prévisibles.

L'or est la classe d'actif la moins bien comprise au monde. La confusion est due au fait que l'or se négocie comme une matière première alors que ce n'est pas une matière première mais bien une monnaie. Les pays détenant des dizaines de milliers de tonnes d'or dans leurs chambres fortes ne font rien pour établir cette distinction. Les banques centrales savent bien que l'or est une monnaie. Mais elles ne veulent pas que vous le sachiez, simplement.

Pourtant, la présence de 35 000 tonnes d'or dans des chambres fortes gouvernementales, soit environ 15% de tout l'or extrait à ce jour, témoigne bien du rôle monétaire que joue l'or en dépit des dénégations officielles. Même le FMI, qui a officiellement démonétisé l'or en 1974, en détient 2 800 tonnes. La Banque des règlements internationaux, en Suisse, connue pour son rôle de banque centrale des banques centrales, a 108 tonnes sur propre compte. Les banques centrales et les ministères des Finances ne possèdent pas des réserves de cuivre, aluminium ou d'acier. Mais pourtant, ils possèdent de l'or. La seule raison expliquant que les banques centrales stockent de l'or est évidente : l'or est une monnaie.

Mais le fait que les banques centrales privilégient des types de monnaie fiduciaire tels que le dollar et l'euro les force à jouer cette comédie vis-à-vis de l'or. La raison est la suivante : les banques centrales ont le monopole de la monnaie fiduciaire. Il n'existe pas de monopole sur l'or, pour l'instant.

L'une des conséquences de cette confusion sur la nature de l'or est la façon schizophrène selon laquelle l'or se négocie. Parfois, il se négocie en tant que matière première et réagit à l'inflation, à la déflation et aux changements intervenant sur les taux d'intérêt réels, tout comme n'importe quelle autre matière première. Les négociants du COMEX sont heureux de vendre des contrats à terme dits « front month » (contrats actuels), et d'acheter des contrats dits « back month⁴¹ » (contrats suivants) en réalisant un profit corrigé des coûts de stockage et de transport. C'est ce que l'on appelle le « contango » (opération de report). Les acquéreurs d'or institutionnels, tels que SAFE, un fonds souverain chinois secret, apprécient que les cours soient peu élevés car ils n'ont pas bouclé leur programme d'acquisition. Certains détenteurs d'or attendent en vain que les négociants de contrats à terme sur l'or notifient le COMEX qu'ils exigent une livraison d'or physique. Il n'y a pas assez d'or physique pour satisfaire cette demande. Les marchés à terme de l'or s'effondreraient rapidement si c'était le cas. Mais pourquoi les négociants exigeraient-ils une livraison ? Les banques et les courtiers gagnent beaucoup d'argent avec les pratiques actuelles. Il n'y a aucune raison, dans l'immédiat,

41 Lorsqu'une subdivision est considérée comme ayant un marché liquide en ce qui concerne une tranche de maturité spécifique et que la subdivision correspondant à la tranche de maturité suivante est considérée comme n'ayant pas un marché liquide, le premier contrat suivant (back month) est considéré comme ayant un marché liquide deux semaines avant l'expiration du contrat actuel (front month). Source : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/HTML/?uri=CELEX:32017R0583&from=FR>

que les petits intermédiaires ou les méga-institutions brisent une dynamique des cours de l'or dont ils tirent parti.

Lorsque l'or s'envolera vers sa valeur monétaire intrinsèque de 10 000 \$ l'once – par rapport à sa valeur actuelle de 1 250 \$, qui est celle d'une matière première – ce ne sera pas dû à une révolte des intermédiaires, mais parce que le mécanisme de transmission entre l'or physique et le marché des dérivés de l'or cèdera. La divergence entre la valeur perçue de l'or-matière première et sa valeur monétaire réelle penchera du côté de la monnaie. Les signes en sont visibles.

L'un d'eux s'est manifesté en novembre 2014, lorsque les cours de l'or ont nettement divergé de l'Indice des matières premières de Thomson Reuters (Thomson Reuters Continuous Commodity Index). L'or est l'une des composantes de cet indice, qu'il a étroitement suivi pendant des années. Cela n'a rien d'étonnant : la composante d'un indice est censée suivre l'indice dont elle fait partie. Et puis en novembre 2014, l'indice a accéléré à la baisse, alors que l'or s'échappait à la hausse. Cette divergence a persisté tout au long de 2016. Le mois de novembre 2014 marque la période à partir de laquelle l'or perçu en tant que monnaie a commencé à prendre le pas sur l'or perçu en tant que matière première.

D'autres signes sont moins visibles, mais tout de même plus intrigants. Le 18 juillet 2014, j'ai dîné avec un ami dans un club privé sélect, à New York. Cet ami est l'un des négociants d'or physique les plus expérimentés dans le monde. Il m'a dit quelque chose de stupéfiant, mais qui correspond à ce que j'ai entendu à Hong Kong et à Zurich.

Ce n'est pas en restant assis devant des écrans, à regarder les cotations, que l'on apprend beaucoup de choses sur l'or.

L'or est physique ; pas éphémère. Dans le domaine de l'or, les experts sont les négociants, les sociétés minières, les affineurs et les opérateurs qui assurent la logistique et la sécurité des chambres fortes, qui gèrent les véhicules blindés et les avions affrétés pour transporter l'or partout dans le monde. J'ai pour habitude de rencontrer ces experts de l'or physique dès que j'en ai l'occasion.

Le restaurant du club était dépourvu de fenêtre, son éclairage tamisé. Ses murs, ornés des traditionnelles boiseries et imposantes moulures, étaient littéralement couverts de toiles, des nus pour la plupart, conférant au lieu une atmosphère de bohème. Ce club était l'endroit idéal pour évoquer l'or, cette monnaie « old school ». C'est ce que nous avons fait en dégustant des huîtres, du crabe en mue et un champagne millésimé.

Cet ami négociant avait été témoin d'un étrange incident, en 2009, impliquant HSBC, une banque dite *too big to fail* et l'un des plus grands négociants d'or au monde. HSBC possède une chambre forte sur la 39^e West Street à Manhattan, près de la bibliothèque de New York. L'extérieur de la chambre forte est quelconque, et passe inaperçu aux yeux des milliers de personnes qui passent devant, chaque jour. Les véhicules blindés venus livrer ou charger de l'or accèdent à ses trois quais de chargement par la 39^e rue. Un véhicule blindé à double essieu stationne souvent à proximité d'un des quais, pour acheminer l'or vers une chambre forte de la Brinks, beaucoup plus vaste, située à l'aéroport JFK, dans le Queens. L'or est expédié par avion de JFK partout dans le monde, vers des destinations telles que la Suisse et Shanghai.

Derrière les portes du quai de chargement, se trouve une salle de comptage. Les négociants effectuant de petites

livraisons peuvent arriver à pied, avec des pièces ou des lingots qu'ils transportent dans des sacs de postier. Cette salle de comptage est entourée de vitres blindées. Ainsi, les négociants se tenant à un endroit de la salle peuvent observer l'activité qui se déroule autour d'eux. Mon ami se trouvait dans cette salle afin de déposer 100 onces en pièces. Il a remarqué qu'une livraison beaucoup plus importante, de barres de 400 onces, était en cours de déchargement sur le quai adjacent. Malicieusement, il a interpellé l'employé de la salle en lui lançant « Hé ! Je vous échangeerais bien ces pièces contre ces barres d'or, là-bas ». L'employé a baissé les yeux et confié, à voix basse : « Vous n'avez pas intérêt à le faire, ces pièces-là ont plus de valeur », ce qui sous-entendait que les barres en question étaient « saupoudrées » ou partiellement contrefaites.

Peu de temps après cet incident, HSBC a brutalement annoncé qu'elle mettait fin à ses activités de stockage d'or, excepté pour ses clients les plus importants. Les comptes de taille modeste et intermédiaire ont été priés de partir et d'emporter leurs pièces avec eux. Beaucoup d'employés ont été licenciés, y compris celui qui avait signalé à mon ami cet or contrefait. La femme qui pilotait les opérations de dépôt depuis plus de vingt ans, Stephanie Schiffman, est morte dans son sommeil, bien avant l'heure.

L'histoire ne s'arrête pas là. Peu de temps après, la Chine a identifié une livraison d'or contrefait : il s'agissait de fausses barres recouvertes d'or, provenant de HSBC. La banque agissait comme intermédiaire, dans cette transaction. L'origine des fausses barres n'a pas été divulguée par la Chine. La Chine a exigé une livraison de remplacement qu'HSBC s'est empressée d'effectuer. Toute cette affaire a été étouffée et vite oubliée.

Depuis 2009, la Chine a énormément étendu ses activités minières et ses capacités d'affinage. Désormais, elle est moins dépendante de l'Occident, en termes d'approvisionnement. La Chine se protège également des contrefaçons provenant des banques en exigeant que les anciennes barres de 400 onces, achetées à des sources occidentales, soient affinées en Suisse et transformées en barres d'1 kg, d'un degré de pureté plus élevé. Il n'y a aucun intérêt à livrer des barres de contrefaçon à un affineur car la supercherie est immédiatement décelée lorsque l'or est fondu. Les fausses barres de 400 onces restent en Occident.

Les transactions d'or-papier sont adossées à un stock d'or physique qui s'amenuise. Les contrefaçons chinoises sont symptomatiques des tensions régnant sur l'or physique. Mon ami négociant m'a confié que l'approvisionnement était très tendu. Les commandes d'une dizaine de tonnes, voire plus, sont difficiles à satisfaire. La loi américaine exige que les ventes à terme se soldent par une livraison sous 28 jours. Sinon, ces ventes se voient requalifier en contrats à terme (*futures*), qui sont illégaux à moins d'être négociés sur les marchés à terme réglementés. Dans le contexte actuel, où le marché est tendu, cette loi est régulièrement ignorée dans la mesure où les négociants ont du mal à réaliser une livraison dans le délai imparti. Le gouvernement américain n'a manifesté aucun intérêt à faire appliquer la loi. Si l'on ajoute ces ventes à terme illégales au nombre de positions ouvertes déclarées sur les marchés à terme, on comprend mieux que cette pyramide inversée des dérivés de l'or repose sur de moins en moins d'or physique.

L'or physique qui constitue le socle de cette pyramide inversée représente la réserve flottante. Elle se distingue de

la réserve totale. La réserve flottante est composée de l'or disponible, pouvant être livré rapidement pour soutenir l'activité des négociants. La réserve totale, quant à elle, est constituée de tout l'or physique présent dans le monde. La majeure partie de l'or est stockée dans des chambres fortes privées ou bien portée sous forme de bijoux. Cet or ne peut être livré rapidement pour soutenir les échanges. Cette distinction est importante. Cette différence entre réserve flottante et réserve totale pèse directement sur la manière dont l'impossibilité de livrer de l'or physique pourrait dégénérer en frénésie d'achat généralisée.

L'or stocké dans les banques centrales occidentales, au FMI et à la BRI, fait partie des réserves flottantes mises à disposition du marché pour la location (*leasing*). Une fois qu'un certificat est obtenu, via le *leasing*, par une banque habilitée à négocier l'or (*bullion bank*), cet or est utilisé afin de réaliser des ventes à terme d'or non alloué. Le terme « non alloué » est un euphémisme. Cela signifie que l'acheteur se positionne sur le cours de l'or, via un contrat-papier, et non sur de l'or physique. Une tonne d'or allemand, conservée en dépôt à la Réserve fédérale de New York et louée, par l'intermédiaire de la BRI, à Goldman Sachs à Londres, peut servir à adosser des ventes à terme équivalant à dix tonnes d'or. Tous les acheteurs d'une fraction de ces dix tonnes pensent détenir réellement de l'or. Mais il n'y a qu'une seule tonne d'or en contrepartie de ces 10 tonnes. Même cette tonne d'or physique peut être louée et retirée du marché par le loueur.

Lorsque de l'or provenant des banques centrales est vendu au gouvernement chinois et expédié à Shanghai, il est « enfoui », mis en stockage quasi perpétuel, et n'est plus disponible à la location. La réserve totale demeure la même,

mais la réserve flottante diminue. Il en est de même lorsque des pays tels que l'Allemagne et les Pays-Bas rapatrient leur or physique de la Réserve fédérale de New York vers les chambres fortes d'Amsterdam et de Francfort. Légalement, cet or pourrait être loué par l'Allemagne ou les Pays-Bas, mais le marché de la location n'est pas très développé dans ces deux pays. Le *leasing* se concentre à New York et à Londres, où le droit commercial est clair et la jurisprudence rassure énormément les parties effectuant des transactions, s'agissant du caractère exécutoire des contrats. Donc, le rapatriement de l'or vers l'Europe diminue la réserve flottante.

Elle diminue également à mesure que les investisseurs exigent que leur or soit transféré des chambres fortes de banques, telles qu'UBS ou Crédit Suisse, vers des chambres fortes privées exploitées par Loomis ou Brinks. L'or stocké dans la chambre forte d'une banque est mis à disposition des activités de *leasing* ou des multiples ventes d'or non alloué. Ce n'est pas le cas de l'or stocké dans des chambres fortes privées. Des responsables de chambres fortes privées m'ont personnellement confirmé ces transferts, opérés des chambres fortes bancaires vers des chambres fortes privées.

Il existe une autre faille, sur le marché de l'or : la substitution illégale de barres allouées. Certains acheteurs possèdent de l'or totalement alloué, ce qui signifie qu'ils détiennent un titre de propriété lié à des barres spécifiques, et non un simple contrat-papier. Les barres de 400 onces aux normes « good delivery » sont estampillées pour faire apparaître les informations suivantes : le nom de l'affineur, de l'essayeur, le poids spécifique (qui peut être de +/- 400 onces), la date à laquelle la barre a été fondue, sa pureté (qui peut varier de 99,50 à 99,99%), et un numéro de série unique.

Grâce à ces estampilles d'identification, chaque barre d'or est unique. Mais l'or est fongible. Cela a toujours fait partie de son charme. J'ai entendu d'innombrables histoires concernant des investisseurs qui avaient exigé livraison de leur or physique et reçu des barres portant d'autres dates, ou d'autres origines de fabrication que celles mentionnées sur leurs titres. Cela signifie que les barres d'origine ont été détournées, et d'autres barres livrées en remplacement. Les destinataires protestent rarement car cela reste de l'or. C'est vrai, mais sous réserve que les barres de substitution ne soient pas des contrefaçons. Tout cas de substitution prouve que l'or se raréfie.

Toutes ces tendances – le fait que les entrepôts du COMEX se vident, le rapatriement de l'or vers l'Europe, les acquisitions d'or de la Chine, le stockage de l'or dans des chambres fortes situées hors des banques, les substitutions illégales et l'or de contrefaçon – s'accroissent. Par conséquent, la pyramide inversée des dérivés de l'or s'amplifie et repose sur un socle d'or physique réduit. Des pénuries, retards et fraudes sur les livraisons d'or apparaissent. Pour l'instant, les acteurs du marché font fi de ces dysfonctionnements, heureux d'obtenir de l'or, même s'ils sont confrontés à des retards.

Comme les initiés se rendent compte de cette pénurie d'or physique, une phase de transition apparaît. Ceux qui détiennent des certificats, mais non de l'or physique, commencent à en demander livraison. Cette tendance se remarque dans les récentes démarches entreprises par l'Allemagne et les Pays-Bas en vue de rapatrier leur or. Les demandes d'or physique apparaissent également sur les rapports de la Réserve fédérale de New York relatifs aux dépôts d'or. En 2014, l'or conservé en dépôt à la Fed a chuté de 177,64 tonnes. Plus de la moitié de cette baisse

s'est produite sur un court laps de temps de deux mois : en octobre et novembre 2014. Ce mouvement a été unilatéral. Les dépôts d'or n'ont augmenté sur aucun mois. Ces retraits d'or physique, précipités, se sont produits au moment où les cours de l'or ont divergé par rapport à l'indice des prix des matières premières. La coïncidence des retraits, ainsi que cette divergence des cours, concordent avec l'opinion selon laquelle l'or est une monnaie, et qu'il est rare.

Ces tendances ne sont connues que des spécialistes et des initiés. Le grand public et les responsables politiques américains ne sont pas sensibilisés à leurs conséquences. La pénurie d'or physique par rapport aux contrats, ainsi que la nervosité des parties contractantes concernant la bonne livraison, ont déclenché une frénésie de retraits, classique dans le secteur bancaire sauf quand elle concernait l'or.

Cette dynamique rappelle la situation du marché de l'or de 1968 à 1971, lorsque les Européens se sont mis à convertir leurs dollars en or puisé à Fort Knox, ce qui a conduit le président Nixon à fermer le guichet de l'or le 15 août 1971. Aujourd'hui, l'or n'a pas de cours fixe et ne provient pas de Fort Knox, mais de dépositaires privés tels que la Réserve fédérale et les émetteurs d'ETF. Mais les dynamiques sont similaires.

Le contexte est propice à l'annonce de ruptures de livraison. Lorsque cela se produira, les détenteurs d'or-papier voudront tous récupérer de l'or physique en même temps. Le cours flambera tandis que les intermédiaires se débattront pour acheter un or physique de plus en plus rare, et pouvoir tenir leurs promesses de livraison. Les institutions qui, jusque-là, ne s'intéressaient pas à l'or, voudront soudain de l'or pour leurs portefeuilles, ce qui boostera la hausse des cours. Le résultat final, ce sera la glace-neuf appliquée

à l'or. Les marchés de l'or suspendront les transactions. Les contrats seront résiliés et réglés en dollar au dernier cours de clôture. Les contreparties seront perdantes sur une future appréciation des cours et l'accès à l'or physique. Ceux qui ne détiennent pas d'or ne pourront pas s'en procurer, quel que soit le cours.

Le système financier aura de la chance si la ruée sur l'or se cantonne à l'or et ne se propage pas aux autres marchés. Cela paraît peu probable. Les crises financières sont contagieuses. Même si une ruée sur l'or est rapidement circonscrite, cela ne signifie pas que les marchés financiers sont stables. Il existe d'autres flocons.

La pénurie de dollars

L'or n'est pas la seule monnaie qui se raréfie. Il existe une pénurie mondiale de dollars, et elle s'aggrave chaque jour. Une phase de pénurie aiguë du dollar se manifesterait bientôt, sous forme de défauts, de déflation et de faillites bancaires. La riposte reflationniste fera intervenir la création d'argent, la monétisation de la dette, un gel de type glace-neuf des institutions financières et des fonds monétaires. Le conflit entre les forces antagonistes de la déflation et de la reflation est vaste, et aura un pouvoir destructeur sur les patrimoines financiers.

L'évocation d'une pénurie de dollars peut paraître étrange. La Réserve fédérale a émis plus de 3 300 milliards de dollars d'argent frais entre 2008 et 2015. D'autres banques centrales ont émis des volumes d'argent aussi importants par rapport à leurs économies. Comment pourrait-il y avoir une pénurie de dollars avec tout cet argent frais en circulation ?

Réponse : parallèlement aux 3 300 Mds\$ d'argent frais émis par la Fed, les marchés ont créé plus de 60 000 Mds\$ de nouvelles dettes, et des centaines de milliers de milliards de dollars de nouveaux dérivés. Le levier exercé, via différents canaux, sur cet argent nouvellement créé, dépasse 50. La totalité de ces nouvelles dettes et de ces nouveaux dérivés constitue de « l'argent », selon la définition conventionnelle du terme. Pour autant, cette dette représente une situation dans laquelle une contrepartie s'attend à « récupérer » son argent au bout d'un certain temps. Lorsque de tels contrats sont en situation de défaut, ou lorsque la valeur du collatéral auquel ils sont adossés chute, ou encore lorsque les perspectives de performance contractuelle se révèlent incertaines, une liquidation lente s'amorce. Par petites étapes, les créanciers de court terme refusent de proroger les mécanismes de financement, les banques refusent de prêter à d'autres banques, les comptables exigent des dépréciations, et tout le système bascule vers le désendettement. Selon l'expression bien connue, tout le monde veut récupérer ses billes en même temps. Or il n'y a pas assez d'argent réel pour que tout le monde récupère ses billes. C'est là que la liquidation s'accélère et que la pénurie de dollars se manifeste.

Nous avons différentes preuves de cette liquidation. Le renforcement du dollar, tel que mesuré par tous les principaux indices du dollar de 2013 à 2016, prouve bien cette demande mondiale en faveur du dollar. Les graves problèmes de refinancement en eurodollar, constatés dans de grandes banques italiennes depuis juin 2016, sont autant de signes supplémentaires. Le fait que la Chine, la Russie et l'Arabie saoudite aient été vendeurs nets de bons du Trésor américain, au premier semestre 2016, apporte la preuve que ces pays doivent se procurer des dollars afin de satisfaire la demande

liée aux flux de capitaux sortants, ou pour maintenir des *pegs* de devises difficilement soutenables.

La preuve la plus intrigante, concernant cette pénurie de dollars, c'est l'enchevêtrement des cours des TIPS, de l'or et des bons du Trésor à dix ans. TIPS signifie *Treasury Inflation Protected Securities*, un type de bon du Trésor dont le montant en principal est indexé sur l'inflation. Cela signifie que le rendement des TIPS est un rendement réel. Il n'est pas nécessaire d'ajouter au rendement nominal une prime liée à l'inflation car le principal est déjà protégé contre l'inflation. Lorsqu'un investisseur paye une prime sur la valeur nominale pour acheter un TIPS, le rendement réel produit à maturité est négatif car l'investisseur perçoit le principal corrigé de l'inflation *moins* la prime réglée.

De 2006 à 2016, l'or et le rendement des TIPS à cinq ans (mesurés sur une échelle inversée) ont manifesté une forte corrélation positive. C'est logique. Lorsque les rendements obligataires sont négatifs, l'or est plus attrayant car il n'offre pas de rendement. Un rendement négatif plus élevé sur les TIPS est forcément corrélé à une hausse des cours de l'or en dollar. Et c'est ce qu'il se passe. Les rendements négatifs, et une hausse des cours de l'or en dollar, sont des signes précoces d'inflation. Étant donné que les banques centrales ont massivement émis de l'argent, partout dans le monde, on peut raisonnablement s'attendre à une hausse de l'inflation.

L'intrus, dans ce trio, c'est le bon du Trésor à dix ans. Le nominal n'est pas protégé de l'inflation, alors les investisseurs recherchent des coupons plus élevés, ou bien achètent des bons décotés afin de se procurer une protection contre l'inflation. Le rendement d'un bon du Trésor à dix ans intègre un mélange de risque de crédit (normalement faible) et de

risque lié à l'inflation (variable en fonction des conditions économiques). Si l'or et les TIPS à cinq ans signalent l'inflation, les rendements des bons du Trésor à dix ans devraient grimper et leurs cours baisser. Or il s'est produit le contraire. Le rendement de ces T-Bonds s'est effondré de 5,2% le 6 juillet 2007, à 1,3% le 8 juillet 2016, l'un des plus grands *rallys* obligataires de toute l'histoire. Les *hedge funds* et les institutions ont perdu des milliards en *shortant* une supposée bulle obligataire, alors que les rendements continuaient de chuter et que les cours atteignaient de nouveaux sommets. Ce mouvement représente un puissant indicateur de perspectives de déflation et de faible croissance économique, voire de dépression.

Les cours de l'or et des TIPS sont un présage d'inflation. Celui des bons du Trésor à dix ans signalent la déflation. Alors, inflation ou déflation ? Pour un économiste adepte de l'efficacité des marchés, les marchés n'ont jamais tort. Mais alors, comment pourraient-ils avoir raison s'ils signalent deux éventualités opposées ? La réponse est la suivante : les forces inflationnistes et déflationnistes coexistent actuellement dans le cadre d'une tension dynamique instable, capable de basculer brutalement dans l'une ou l'autre direction et de produire un choc de marché pour la plupart des investisseurs qui n'y seront pas bien préparés.

Pour réconcilier l'évolution des cours de l'or, des TIPS et des bons du Trésor, il faut comprendre que tous sont fondés sur la peur. Un investisseur qui craint l'inflation achète des TIPS et de l'or. Un investisseur qui craint la déflation achète des bons du Trésor à dix ans. Les investisseurs avisés achètent les trois car l'inflation et la déflation sont toutes deux en jeu. On s'oriente probablement vers une déflation et une récession à court terme dues à l'endettement, au désendettement, à la

démographie, et aux technologies, suivies de près par une inflation provoquée par la banque centrale et les autorités budgétaires, en réaction à la déflation. Les physiciens connaissent bien cet effet de va-et-vient, illustration d'un système complexe au bord du chaos, et bancal juste avant de s'emballer. L'inflation devrait gagner, au bout du compte : les gouvernements en ont besoin et ils finissent toujours par trouver un moyen de la provoquer. Pourtant, la déflation persistera à court terme jusqu'à ce le gouvernement recoure à des moyens plus forts tels que la monétisation de la dette.

Ce contexte incertain, au sein duquel déflation et inflation jouent au jeu du tir à la corde, est amplifié par la pénurie de dollars. L'émission monétaire des banques centrales et la création de dettes, leviers inflationnistes, sont contrebalancées par les défauts, qui sont récessionnistes. La pénurie actuelle de dollars est une réplique de la pénurie de dollars des années 1950. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, le poids des États-Unis dans la capacité industrielle mondiale ainsi que les réserves d'or du pays atteignaient des plus-hauts historiques. Parallèlement, la capacité de production des Européens et des Japonais avait été détruite par la guerre, et leurs réserves étaient vides. C'est simple, les Européens et les Japonais ne pouvaient pas acheter ce que les États-Unis pouvaient fournir car ils ne disposaient pas des dollars nécessaires. La première partie de la solution, pour les États-Unis, consista à alimenter suffisamment le monde en dollars, via le plan Marshall et les dépenses liées à la Guerre de Corée. La seconde partie de la solution consista à fournir ces dollars en entretenant, aux États-Unis, des déficits commerciaux et budgétaires colossaux. Cela prit du temps, mais fonctionna. Dès les années 1960, la pénurie de dollars devint un excédent de dollars. Lorsque l'inflation prit

le pas, les partenaires commerciaux ne voulurent plus de dollars et les convertirent en or, entraînant ainsi la fermeture du guichet de l'or aux États-Unis.

Cette période allant de la pénurie de dollars des années 1950 à l'excédent de dollars des années 1960 illustre brièvement le dilemme de Triffin, d'après le nom de l'économiste belge, Robert Triffin, qui est le premier à avoir formulé cette théorie en 1960. Triffin avait prévu – à juste titre – que les États-Unis devraient enregistrer des déficits commerciaux permanents avec le reste du monde pour fournir assez de dollars et financer le commerce mondial ainsi que les activités bancaires. Le dilemme était alors le suivant : si les États-Unis enregistraient indéfiniment des déficits, le pays finirait par faire faillite. Dès 2016, les États-Unis se sont approchés du stade que Triffin avait si astucieusement prévu soixante ans plus tôt. Cela a limité la capacité du pays à continuer d'approvisionner le monde en dollars. Mais comme le monde dépendait toujours du billet vert, la pénurie de dollars menaçait de déstabiliser les marchés financiers mondiaux, le véritable dilemme étant qu'aucun substitut au dollar – qui aurait été validé par une vaste majorité et détenu en grandes proportions – n'était encore apparu. Les DTS attendent en coulisse, mais cette transition prendra du temps, sauf si une crise l'accélère.

Le monde est un champ de mines jalonné de créances douteuses prêtes à exploser et à générer une crise généralisée des liquidités en dollars. La seule question, c'est de savoir quelle mine explosera en premier. Plus de 5 400 Mds\$ de dettes liées au secteur de l'énergie sont apparues entre 2009 et 2015, essentiellement dans le secteur du pétrole de schiste. La soutenabilité de cette dette dépendait d'un cours du

pétrole à 70 \$ le baril, voire plus. Avec des cours du pétrole sous 60 \$ de fin 2014 à mi-2017, les défauts ont commencé à exploser dans le secteur de l'énergie. La dette des entreprises des marchés émergents, libellée en dollar et estimée par la BRI à plus de 9 000 Mds\$, est tout aussi menaçante. Il ne s'agit pas de dettes souveraines du type de celles qui ont provoqué des crises à Dubaï en 2009, et en Grèce en 2011, mais plutôt de dettes d'entreprises émises par des fabricants locaux et des producteurs de matières premières situés de la Russie au Brésil, en passant par le Mexique, l'Indonésie, la Turquie et bien au-delà.

Le service de la dette souveraine peut être honoré via les réserves de devises fortes de l'émetteur, complétées de prêts du FMI, de swaps de devises et d'achats réalisés par les banques centrales, si nécessaire. Les dettes d'entreprise sont plus vulnérables. Les entreprises émettrices pourraient gagner des dollars via leurs exportations mais beaucoup n'y arrivent pas. La vigueur du dollar jusqu'à fin 2016 signifie que même les sociétés exportatrices ont gagné moins de dollars par rapport à leur dette, ce qui fait que celle-ci est plus lourde à rembourser. Les entreprises peuvent avoir accès aux réserves de devises fortes des banques centrales de leur pays, mais ce n'est pas garanti, surtout si ces précieuses réserves sont nécessaires pour honorer le service de la dette souveraine, comme en Russie.

Le ratio des défauts sur la dette du secteur de l'énergie et des marchés émergents, même s'il se limite à 10%, pourrait provoquer plus de 1 000 Mds\$ de pertes sur prêts, et des pertes encore plus importantes sur les dérivés qui y sont liés. Le monde est à nouveau vulnérable à un énorme choc du crédit, comme en 2007.

L'origine de ce nouveau choc du crédit montre que les banques centrales ne valent pas mieux que des généraux livrant leur ultime bataille. En 1998, la crise financière mondiale est venue de la dette souveraine des marchés émergents et du *hedge fund* LTCM. Les régulateurs ont alors ordonné aux banques de surveiller plus étroitement les *hedge funds* tandis que les marchés émergents constituaient de prudentes positions de réserve en dollars. La crise de 2008 est venue d'une direction inattendue : les emprunts immobiliers. Les régulateurs ont alors resserré les conditions d'octroi des prêts, en augmentant les apports et en améliorant les critères de souscription. À présent, la nouvelle crise vient d'une autre direction inattendue : les dettes des entreprises.

Une crise du crédit en Chine est également à prévoir. De 2009 à 2016, plus de 10 000 Mds\$ d'investissements chinois ont été gaspillés en projets d'infrastructures superflus, villes fantômes et corruption. Ces dépenses ont été financées en partie par les petits épargnants qui ont investi sur des produits de gestion de fortune de type Ponzi, par des banques chinoises et par des prêteurs étrangers, ravis de prendre part au scénario bidon de la croissance chinoise. La Banque populaire de Chine entretient cette illusion grâce aux taux d'intérêt et aux exigences de réserve, tandis que le problème d'endettement s'aggrave. Les régulateurs s'acharnent à régler le dernier problème et ne voient pas le suivant. C'est parce que le véritable problème ne réside pas dans l'existence de créances douteuses, mais dans les politiques de l'argent facile qui créent de l'endettement au départ. Les acteurs du marché sont plus ingénieux que les banques centrales (bien que la barre soit peu élevée) pour trouver des moyens de créer des dettes et des dérivés. C'est ce qu'a compris Jeremy Stein, et ce qui l'a consterné.

La déflation constitue aussi une menace pernicieuse. Même si les déficits budgétaires diminuent dans les pays développés, les ratios dette/PIB continuent d'augmenter tant la croissance nominale est lente. La déflation pose le casse-tête suivant : elle permet d'obtenir une croissance réelle positive assortie d'une croissance nominale négative. Une économie peut baisser en termes de valeur des biens et services produits, tout en se développant en termes réels si chaque dollar nominal vaut davantage en raison de la déflation. C'est très bien pour le niveau de vie, mais c'est un cauchemar du point de vue de l'endettement car la dette est toujours nominale. Si chaque dollar vaut davantage, le poids de la dette s'alourdit, même si le déficit diminue. Voilà le monde tel qu'on l'observe à travers la loupe de la déflation.

Les guerres des devises ont conduit les banques centrales, les unes après les autres, à baisser les taux afin de déprécier leurs monnaies par rapport à celles de leurs partenaires commerciaux. Pour les banques centrales du Japon, de la Suisse, et la Banque centrale européenne, entre autres, les politiques de taux sont négatives. Sur d'autres marchés de la dette souveraine, les obligations offrent des rendements totaux négatifs. Les taux négatifs offrent un répit temporaire dans un contexte de ralentissement mondial de la croissance, mais d'où viendra l'assouplissement, lors de la prochaine crise ? Les banques centrales ont supposé qu'elles pourraient normaliser les taux avant que la prochaine crise ne frappe. C'était fin 2009 qu'il fallait normaliser les taux. À présent, il est trop tard. La prochaine crise se produira avant que le cycle d'assouplissement actuel ne se retourne. Les banques centrales seront sans défense, sauf si elles ont recours à des programmes d'assouplissement quantitatif colossaux. Cette

débauche de création d'argent frais permettra de voir jusqu'où va la confiance accordée à l'argent des banques centrales.

En plus de ces différents catalyseurs (or, endettement, déflation et défauts de paiement), des menaces exogènes surgissent dans l'univers géopolitique et dégènèrent rapidement en crises financières. Ces menaces sont, entre autres, les guerres conventionnelles, les assassinats, les suicides de personnalités, les pannes de courant, et les attentats terroristes. Enfin il y a également les catastrophes naturelles, telles que des séismes, éruptions volcaniques, tsunamis, ouragans de force 5 et épidémies mortelles.

Les sceptiques disent que les guerres, les séismes, les maladies et le reste ont toujours existé. Le monde a réussi à survivre, et même à prospérer, dans leur sillage. C'est vrai. Mais le monde n'a jamais été aussi endetté. Les sociétés faiblement endettées résistent bien au désastre. Elles peuvent mobiliser des capitaux, lever des impôts, augmenter les dépenses et reconstruire après que les dégâts ont été commis. Les sociétés lourdement endettées sont plus fragiles. Les créanciers paniqués exigent des remboursements qui provoquent la vente forcée d'actifs, la chute des marchés et les défauts de paiement. Ce climat de panique n'est pas propice à la formation de capitaux. Les budgets déjà tendus ne peuvent l'être davantage pour soutenir des dépenses d'urgence. Les contribuables, déjà accablés, ne peuvent supporter un surcroît d'impôts. Les responsables politiques peuvent bien agiter les manettes, la transmission est bloquée. Les entreprises endettées ne se redressent pas, elles font faillite.

2018, le séisme

Les métaphores à base de séismes et d'avalanches sont utiles pour illustrer les dynamiques d'un effondrement financier. Mais ces dynamiques sont plus que des métaphores. Les dynamiques des systèmes complexes et les modèles mathématiques utilisés pour décrire les catastrophes naturelles et financières sont très semblables. Lorsque l'on observe ces métaphores, il faut prendre en compte l'échelle temporelle. Les explosions nucléaires se produisent en l'espace de nanosecondes. Les séismes se produisent en l'espace de quelques secondes. Les tsunamis se produisent sur plusieurs heures. Les ouragans surviennent et font leurs ravages pendant des jours, parfois des semaines. Ces échelles temporelles varient en fonction de l'échelle du système au sein duquel la dynamique se produit, et du rythme des réactions au sein des composantes du système. Un effondrement financier est une supernova : un événement capital qui peut durer des années ou, dans le cas d'une véritable supernova, des millénaires. Ce n'est pas parce que l'événement est moins dynamique, mais parce que l'échelle temporelle est plus vaste.

La chute de la livre sterling et l'avènement du dollar comme devise de réserve est un effondrement monétaire qui a donné l'impression d'évoluer lentement. D'un point de vue pratique, on considère que la ratification de l'acte final de la conférence de Bretton Woods, le 27 décembre 1945, situe le moment où le dollar a officiellement éclipsé la livre sterling, sur la base du nouvel ordre monétaire convenu à Bretton Woods, en juillet 1944 ; il définissait le rôle spécial du dollar, arrimé à l'or (les autres devises étant arrimées au dollar) et

limitait le champ des dévaluations, qui seraient désormais soumises à la supervision du FMI.

Mais l'éclipse monétaire avait eu lieu trente ans plus tôt, en novembre 1914, date à laquelle les flux d'or entre les États-Unis et le Royaume-Uni commencèrent à refluer vers les États-Unis. De considérables volumes d'or avaient commencé à affluer au Royaume-Uni, le 29 juillet 1914, le pays liquidant des investissements en échange d'or afin de financer la Première Guerre mondiale. Les États-Unis n'eurent d'autre choix que d'expédier cet or afin d'honorer leurs obligations, conformément aux règles du jeu. Ces flux d'or furent promptement gérés par Jack Morgan et ses associés, de J.P. Morgan & Company.

Au mois de novembre 1914, cette phase de liquidation s'était achevée, et le marché des instruments à court terme était stable. Désormais, l'équilibre des échanges prit le pas sur les flux de capitaux. Le Royaume-Uni avait désespérément besoin des exportations américaines de produits alimentaires, de coton et de matériel de guerre. Une fois résolues les questions d'assurance en temps de guerre ainsi que les difficultés liées à l'expédition, les marchandises furent expédiées des États-Unis en quantités colossales. Conformément aux règles du jeu, la balance commerciale générée en faveur des États-Unis devait être réglée en or. C'est à ce moment-là que la Réserve fédérale nouvellement constituée, et les banques privées qui la détenaient, commencèrent à accumuler d'énormes quantités d'or.

De 1914 à 1944, la livre sterling joua un rôle de façade. Le fait que Londres soit resté un centre financier, et que la livre sterling soit restée une devise de réserve, doit davantage aux marchés captifs du Royaume-Uni au sein de

l'Empire britannique et au soutien de J.P. Morgan, qu'à une solidité intrinsèque. Barry Eichengreen, l'universitaire, a brillamment exposé cette transition dans son livre, *Golden Fetters*, qui décrit la lutte en dents de scie à laquelle se sont livrés le dollar et la livre sterling, entre les deux guerres, autour du statut de monnaie de réserve mondiale.

La livre sterling a perdu son statut de monnaie de réserve, *de facto*, en 1914, mais le dénouement n'a pas été visible avant 1944. Trente ans, ce n'est pas une nanoseconde. Mais l'effondrement de la livre sterling était un processus dynamique qu'on ne pouvait arrêter. Les initiés, chez JPMorgan, connaissaient la chanson : ils géraient l'or au quotidien et observaient les flux mondiaux. Peut-être que le dollar actuel a *déjà* perdu son statut de domination, ce que certains initiés ont repéré mais que les investisseurs ignorent encore car la façade de l'empire américain fait encore illusion. L'éclipse du dollar n'est peut-être pas un événement spectaculaire et bouleversant qui nous guette : elle est peut-être déjà là. Dans son poème « Les Hommes creux », T.S. Eliot a écrit ce qui suit : « Et c'est ainsi que finit le monde / Pas sur un boum, sur un murmure. » La plupart des gens n'entendent pas le murmure.

Peut-être que les futurs historiens considéreront que le dollar est mort le 18 septembre 2008. La Fed a imprimé de l'argent à tour de bras pour éteindre les incendies chez Lehman, AIG, et Goldman Sachs. Au même moment, la Chine a commencé à faire rentrer d'énormes flux d'or, non pas en se soumettant à un étalon-or, mais en effectuant des achats furtifs : en recourant à des agents secrets et à des transactions relevant de techniques du renseignement. Le mirage de la force du dollar s'est maintenu. Mais le sol a tremblé, sous les pieds du dollar.

S'il est possible de cerner précisément une apogée, *a posteriori*, un déclin financier n'apparaît pas de cette façon, en temps réel. Un effondrement se produit par étapes, au fil des ans, et comporte des phases de répit durant lesquelles la fin de l'alerte est sonnée et les investisseurs ressortent de leurs refuges... pour se faire pilonner à nouveau encore plus fort.

La complexité d'un système a, en son essence même, les germes de son effondrement. Pourquoi la civilisation européenne n'a-t-elle pas subi un effondrement général au cours des mille ans s'étendant de la chute de l'Empire romain à la Renaissance? La réponse est la suivante : l'Europe n'existait pas au sens systémique du terme. Les territoires européens étaient un patchwork décousu de petits royaumes, de principautés et de vikings pratiquant la culture de la rafle. Il y avait des guerres, des conquêtes, une culture, une religion et des œuvres d'art. Mais il n'existait pas de système européen à grande échelle.

Ce n'est qu'avec la montée d'entités politiques concentrées telles que la France, la Suède, la Russie et l'Angleterre, au XVI^e siècle, que des dynamiques de système à grande échelle sont apparues. L'accroissement de la densité de probabilité a abouti à trois grands effondrements systémiques : la guerre de Trente Ans, les guerres napoléoniennes, et les guerres mondiales du XX^e siècle. Chaque effondrement a été suivi par un effort concerté en vue de stabiliser le système, et en s'accordant sur des règles du jeu. Le traité de Westphalie, en 1648, apporta une solution à la guerre de Trente Ans, définit le système moderne des États souverains et entérina *la raison d'État*, établissant les lignes du leadership politique à la place de la religion et du droit divin des rois. La résolution des guerres napoléoniennes aboutit à l'acte final du congrès

de Vienne, le 9 juin 1815. L'acte final réduisit le pouvoir de la France, mais ne fut pas totalement punitif à son égard. Le Congrès de Vienne posa les bases d'une diplomatie moderne et de la pratique d'un équilibre du pouvoir en matière de relations internationales. La période prospère, pacifique et relativement stable qui suivit le congrès de Vienne fut nommée le Concert européen.

Contrairement à ce qu'il s'était passé en 1648 et 1815, les lendemains de la Première Guerre mondiale ne donnèrent pas lieu à un système stable. Le traité de paix signé à Versailles, le 28 juin 1919, fut réellement punitif à l'égard de l'Allemagne vaincue et en mauvaise santé économique. Le traité favorisa l'hyperinflation et la dépression mondiale, et fut une cause directe de la Seconde Guerre mondiale. Ce n'est qu'à l'issue de cette guerre, dans le cadre d'une série d'accords, en 1944 et 1945, dont les accords de Bretton Woods et la Charte des Nations unies, qu'une stabilité réapparut au sein d'un nouvel ordre mondial hégémonique, sous la houlette des États-Unis et de l'Union soviétique.

Le contraste entre ces mille ans séparant l'an 500 après Jésus-Christ et l'année 1500, et les cinq cents ans qui se sont écoulés depuis 1500, illustre bien l'importance de l'échelle systémique. Des royaumes sont apparus et ont disparu, au Moyen Âge, mais aucun effondrement catastrophique n'a eu lieu. La fragmentation politique servait de compartiments étanches, comme sur un navire, et la faible densité des connexions permettait de résister à la contagion politique et économique. Depuis 1500, l'augmentation de l'échelle et de la densité, en Europe, ont conduit à des effondrements plus importants, exponentiellement, exactement comme le prédit la théorie de la complexité.

Le Concert européen s'est effondré par étapes, environ soixante ans après Vienne. L'unification allemande et italienne, achevée en 1971, marque une forte augmentation de la densité des réseaux européens et de l'échelle systémique. Cette densité politique a été amplifiée par les réseaux économiques modelés par l'invention ou l'expansion des téléphones, des voyages en train, des bateaux à vapeur, de l'électricité, et d'autres innovations. Alors que la complexité augmentait, des crises plus imbriquées et plus aiguës se sont produites. Le déclin de l'Empire ottoman, la guerre russo-japonaise de 1905, la crise des Balkans de 1912, n'ont fait qu'un, conduisant à la destruction de l'Europe et à l'effondrement des empires de 1914 à 1945. On comprend mieux les Première et Seconde Guerres mondiales – et il en sera de même pour les futurs historiens – en les considérant comme un seul et même effondrement systémique à grande échelle de l'Europe, du Japon, de la Chine et de l'Empire britannique. La complexité tue.

Où en sommes-nous, à présent ? Les crises financières ont supplanté les guerres cinétiques au cœur des dynamiques des systèmes complexes. Les crises financières de 1998 et 2008 sont analogues aux guerres russes, franco-allemandes et à celles des Balkans, de 1870 à 1912. Ce sont des avertissements, des secousses annonciatrices de malheurs dépassant l'imagination. Il ne s'agit pas d'une conjecture, mais d'une éventualité à laquelle il faut s'attendre, étant donné les dynamiques du système. Ce n'est pas inévitable. Mais c'est malgré tout très probable. Pour s'éloigner du précipice, il faut que les banques soient plus petites, qu'il y ait moins de dérivés et une monnaie saine, qui ferait peut-être référence à l'or. On ne voit aucun de ces remèdes à l'horizon. On ne peut pas en dire autant de la faillite du système.

EN MARCHE, VERS LA FAILLITE

Le bûcher de l'élite

CHAPITRE 7

Ce qui est tragique, avec les mauvaises idées économiques, c'est qu'elles s'emparent de l'imagination de la société et qu'il devient pratiquement impossible de convaincre les gens de les abandonner. Au lieu de cela, c'est par l'expérience... que ces idées doivent être réfutées.

Thomas I. Palley, économiste et auteur de *From Financial Crisis to Stagnation* (2012)

Le gnou et la lionne

Pour se défendre contre la lionne, le gnou utilise le troupeau. Seul contre une lionne, un gnou ne fait pas le poids. À l'aube, dans le parc national du Serengeti – qui s'étend sur une partie du Kenya et de la Tanzanie – une lionne se dirige vers un troupeau de gnous, identifie une proie, puis charge. Les gnous réagissent comme un seul homme. Ils s'élancent dans une course frénétique, créent un nuage de poussière, changent de direction et, lorsque la lionne frappe, convergent en bandes et, à coups de sabots, la forcent à battre en retraite. Mais la lionne s'en va rarement en ayant faim. Elle finit par tuer un gnou, en dévore la chair dans la savane désormais inondée de soleil et, le sang encore chaud sur son museau, le partage avec son groupe. Du point de vue des gnous, si l'un des leurs a malheureusement succombé, le troupeau, lui, a survécu.

Cette scène du parc du Serengeti résume l'état d'esprit de l'élite monétaire. Les élites monétaires, ce sont le troupeau. Elles n'ont rien d'un vague groupe clandestin. Elles forment plutôt un groupe d'individus spécifiques : ministres des Finances, responsables de banques centrales, universitaires, journalistes et membres de *think-tanks*. Ils dirigent des sociétés de gestion de fortune situées de Boston à Pékin, conseillent des présidents et Premiers ministres, et leurs protégés prennent leur suite le moment venu.

Le casting change avec le temps. Actuellement, la liste des élites comprend Christine Lagarde, Mario Draghi et Larry Summers, pour ne citer qu'eux. À une époque désormais révolue, Jean-Claude Trichet et Dominique Strauss-Kahn en étaient des membres éminents. Ces individus tourbillonnent de la sphère publique à la sphère privée, à l'image de Robert Rubin.

Ils se congratulent lors de dîners privés se déroulant en marge de conférences à Davos ou Aspen. Ils se rencontrent à huis clos à la BRI, à Bâle, et leurs entretiens ne font l'objet d'aucun procès-verbal. Ils contrôlent le système financier mondial et, par extension, les politiques mondiales, car elles sont soumises à la finance. Ils dirigent le monde.

Aujourd'hui, c'est un troupeau en fuite, traqué par une lionne. La lionne personnifie l'échec de leurs idées.

Rituellement, les élites mettent en scène leurs désaccords à l'intention du grand public. Ces querelles sont destinées à la galerie. Derrière ces débats se cache un conformisme stupéfiant autour de dogmes. Des responsables de banque centrale telles que Lael Brainard, démocrate, et Kristin Forbes, républicaine, sont d'accord sur presque toutes les mesures monétaires. Leurs affiliations à des partis politiques leur donnent accès à de hautes fonctions, quel que soit le parti pour lequel votent les électeurs. La politique en elle-même demeure inchangée. Les électeurs n'ont aucun espoir.

Les keynésiens adhèrent à l'orthodoxie monétariste et soutiennent les banques centrales qui mettent la croissance en avant. Les monétaristes font une place au stimulus keynésien financé par la politique budgétaire. Les keynésiens et les monétaristes évoluent main dans la main sous les auspices d'un soi-disant consensus néolibéral.

Les membres du troupeau s'accordent sur le fait que les marchés sont efficaces, mais avec quelques imperfections. Ils s'accordent sur le fait que l'offre et la demande produisent un équilibre national, et que la somme de ces équilibres produit un équilibre général. Lorsque l'équilibre est perturbé, il peut être rétabli via des mesures politiques. Ils s'accordent sur le

fait que les taux de change flottants produisent des signaux de prix et des réactions de marché qui contribuent à cet équilibre général. Ils s'accordent sur le fait que le libre-échange, enraciné dans l'avantage comparatif de Ricardo, optimise la création de richesses, bien que certains y gagnent ou y perdent individuellement. Ils s'accordent sur le fait que l'or est une relique barbare.

Au sein des keynésiens, il existe une autre scission bizarre, entre les écoles dites « de l'eau salée » et celles dites « de l'eau douce ». L'eau salée représente les universités situées sur la côte Est, telles qu'Harvard et le MIT. L'eau douce représente les établissements situés à l'intérieur du pays, tels que l'université de Chicago. Toutes s'accordent sur le fait que les imperfections du marché existent – mais elles ne s'entendent pas sur la façon d'y remédier. Les universitaires tenants de « l'eau salée » pensent que l'intervention de l'État atténue les imperfections. Les universitaires adeptes de « l'eau douce » pensent que les coûts d'intervention surpassent les avantages de cette atténuation ; on ne doit pas toucher aux imperfections du marché. Mais ils s'entendent sur les questions plus larges de l'équilibre et de l'efficacité. Aucune de ces universités ne se confrontent à la complexité et à l'irrationalité, sauf pour leur manifester un intérêt de pure forme. Dans ce débat, il n'existe aucun camp mais seulement des variations sur un même thème.

Les élites s'accordent sur le fait qu'un doctorat en économie, obtenu dans des écoles sélectes, constitue un prérequis pour se faire entendre dans les débats de politique, bien que quelques brillants avocats, comme Robert Rubin et Christine Lagarde, ou individus doués, tels que Tim Geithner, fassent également l'affaire. Des opinions concordantes, ainsi qu'un tri sélectif, perpétuent cette élite.

Le consensus néolibéral est profondément criblé de défauts. On peut le démontrer de façon empirique. Ces défauts sont également prouvés, sur le plan politique, par le référendum sur le Brexit et la popularité de Trump. Dans un premier temps, le Brexit et Trump ont été ridiculisés par le troupeau. Puis ils ont soulevé des protestations, à mesure que leurs causes évoluaient. Et enfin, ils ont produit un choc lors de leur victoire inattendue. Nous assistons à une crise de l'élite.

Les marchés ne sont pas efficaces : ils sont façonnés par l'irrationalité. L'équilibre est une façade dissimulant des dynamiques complexes instables. Le libre-échange, fondé sur la théorie de l'avantage comparatif, de Ricardo, ne produit pas un résultat optimal car il n'est jamais libre : c'est un édifice bâti sur des sables mouvants faits de suppositions qui n'existent pas dans le monde réel, et qui n'y existeront jamais. Les taux de change flottants ne se stabilisent pas : ils incitent aux guerres des devises. L'or est la meilleure forme de monnaie car il sert d'ancrage aux autres formes de monnaie. Les convictions que partagent les élites sont uniformément obsolètes. Les preuves de cette obsolescence s'accumulent lentement, à mesure que les politiques prônées par les élites échouent. Ces échecs sont désormais trop nombreux pour que l'on puisse les nier.

Si ce consensus de l'élite est si erroné, alors pourquoi dure-t-il depuis si longtemps ? En vérité, ce n'est pas le cas. L'économie néo-keynésienne exerce seulement son influence depuis soixante-dix ans, si l'on remonte à sa création, en 1947, par Paul Samuelson, du MIT. Le monétarisme domine intellectuellement depuis environ soixante ans, date de son apparition à l'université de Chicago, sous la houlette de Milton Friedman, dans les années 1960. L'hypothèse d'efficacité des marchés, d'Eugène Fama, s'est insinuée dans les études universitaires dans les

années 1960 mais n'a vraiment exercé une influence sur les marchés que dans les années 1970, avec les modèles de fixation du prix des options de Fisher Black, Myron Scholes et Robert Merton. Le modèle Black-Scholes a favorisé les dérivés et l'effet de levier. La théorie de l'avantage comparatif, de David Ricardo, date de deux-cents ans. Mais elle n'a été mise en œuvre pour la première fois – de façon généralisée et normalisée – qu'en 1947, dans l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce. Le lien entre la monnaie et l'or a été abandonné par étapes entre 1917 et 1973, avec l'avènement des taux de change flottants. Bref, la carte cognitive que suit le troupeau est relativement récente.

Aucune de ces étapes intellectuelles n'a donné lieu à une allégeance immédiate. Elles sont toutes apparues par étapes, en dépit des objections formulées par un ensemble de plus en plus restreint d'économistes traditionnels, d'adeptes de l'école autrichienne et de dissidents anticonformistes. Le plein épanouissement du consensus de l'élite n'a que cinquante ans : une fraction de seconde dans l'histoire des idées.

Dans le domaine de la micro et macro-économie, l'équilibre fait figure de Saint Graal. Les modèles d'équilibre démarrent avec le concept le plus simple de l'offre et de la demande : les consommateurs achètent davantage de produits si les prix sont bas ; les producteurs gagnent davantage sur un produit si le prix est cher. La courbe d'une demande en baisse entre en intersection avec la courbe d'une offre qui augmente. Cette intersection représente le point d'équilibre auquel l'offre est égale à la demande à un prix satisfaisant des deux côtés.

Les courbes à points d'intersection s'appliquent aux résultats de la chaîne d'approvisionnement et à un nombre incalculable de produits finis. Les courbes s'appliquent à la main-d'œuvre et au coût des capitaux. Les courbes changent de forme en fonction de

l'évolution des préférences. Les courbes peuvent être élastiques, lorsque la demande chute à la moindre hausse de prix, ou non élastiques, lorsque les acheteurs exigent la même quantité, quel que soit le prix.

Les marchés libres laissent le signal du prix clignoter entre acheteurs et vendeurs, de sorte que l'on puisse remédier à tout écart intervenant dans l'offre et la demande. Si la demande des consommateurs baisse pour des produits spécifiques à un prix donné, le vendeur peut appliquer un rabais de 25% pour arriver à vendre sa marchandise. Si une denrée spécifique est rare, les consommateurs peuvent renchérir sur son prix, encourageant ainsi les agriculteurs et les pêcheurs à se mettre au travail et à produire davantage.

Enfin, l'intégralité de ces courbes relatives à l'offre et à la demande, y compris les interactions, forment un équilibre général, dominé ostensiblement par quelques facteurs de production, notamment les préférences pour la main-d'œuvre et le capital. Ces deux facteurs de production (la main-d'œuvre et le capital) ainsi que les préférences de chacun, exprimées par les salaires et les taux d'intérêt, sont au cœur du double mandat de la Réserve fédérale. L'élite pense que si le bon titulaire d'un doctorat en économie occupe le siège de président de la Fed (son double mandat en ligne de mire) et dispose de la masse monétaire comme levier permettant de faire bouger le monde, alors l'économie mondiale peut être amenée vers l'équilibre et fonctionner comme une horloge suisse.

En déroulant cette ligne de réflexion, on en révèle toute l'absurdité. Presque rien n'est vrai. Lorsque l'aveuglement personnel devient manifeste, on le transforme rapidement en tromperie visant à préserver les apparences. Le troupeau de l'élite entend la lionne du néonationalisme et il se met à courir.

Les économistes ont passé des décennies à identifier les imperfections du modèle de marché libre. Les prix sont manipulés le marché. On utilise le pouvoir du monopole pour restreindre l'offre et geler les prix. L'asymétrie des informations permet aux vendeurs de flouer les acheteurs grâce à des défauts cachés. Tout ce qui précède (et bien d'autres choses) est largement admis, sans pour autant froisser l'équilibre général. À la place, les élites proposent des solutions basées sur des politiques publiques. On agit contre les monopoles en appliquant les lois antitrust. On agit contre les informations asymétriques avec des garanties. Les solutions sont innombrables. Les coûts et avantages de ces mesures correctives suscitent des débats houleux. Et pourtant, l'équilibre général n'est pas remis en question.

Le comportement rationnel est à la base de l'équilibre général. Les personnes rationnelles épargnent pour leur retraite. Les personnes rationnelles achètent davantage lorsque les prix sont bas. Les personnes rationnelles achètent leurs actions pour les conserver et les revendre plus cher. Les personnes rationnelles empruntent lorsque les taux sont bas. Les personnes rationnelles anticipent. Tout ce lot de croyances est nommé théorie des attentes rationnelles. Tout y est bien ordonné.

Selon la théorie des attentes rationnelles, les personnes se comportent de façon prévisible en réaction aux signaux donnés par les prix. Les marchés constituent le support de ces signaux. Lorsque l'équilibre systémique est perturbé par le chômage ou la récession, les banques centrales manipulent les marchés pour émettre des signaux de prix destinés à déclencher des comportements préférentiels. Une fois que le comportement souhaité est suscité, l'équilibre est rétabli, et la croissance est à nouveau optimisée.

Dans le monde réel, la rationalité du comportement est rarement telle que la définissent les économistes. Les systèmes économiques ne sont pas en situation d'équilibre ; ils sont complexes, dynamiques et soumis aux chaos et effondrements liés à un état critique. L'obtention de signaux de prix résultant d'une manipulation est un casse-tête qui devrait donner à réfléchir aux théoriciens. S'ils s'appuient sur la conviction de Jonathan Gruber, professeur au MIT, selon laquelle l'Américain moyen serait stupide, les décideurs politiques peuvent peut-être y voir une certaine cohérence. Mais cette conviction ne résiste pas à un examen sérieux pratiqué hors des amphithéâtres universitaires.

Le comportement humain n'est pas rationnel dans le sens où les économistes en ont besoin pour faire fonctionner leur dispositif. L'irrationalité moderne de l'humanité (réellement rationnelle, si on la considère dans le contexte de l'ère glaciaire), a été démontrée par les sociologues Daniel Kahneman, Amos Tversky, Dan Ariely, et d'autres, au cours de ces trente dernières années. Les gens n'économisent pas assez. Ils achètent sur une impulsion. Ils réagissent à la peur ou à l'avidité à différentes phases du marché. Conséquence : la théorie des attentes rationnelles est mise en pièces. Mais les banques centrales donnent du crédit à cette théorie lors des délibérations relatives à leurs mesures politiques.

Les modèles fondés sur l'équilibre général souffrent également d'un sophisme de composition : les élites partent du principe que des équilibres locaux peuvent être agrégés en un équilibre plus vaste, appelé l'économie. C'est comme si l'on déduisait l'intégralité de la nature humaine à partir d'un brin d'ADN, sans jamais rencontrer un être humain. Les informations complètes concernant la composition chimique

de l'être humain ne permettent pas à quelqu'un d'en déduire la parole, la connaissance, ou l'amour. Ces caractéristiques sont des propriétés émergentes appartenant à un être humain tout entier. De même, une information parfaite relative aux formes d'une infinité de courbes ne permet pas d'en déduire le comportement d'une économie.

L'erreur fatidique contenue dans les modèles d'équilibre est la suivante : on part du principe que la distribution des degrés des mouvements de prix du marché forme une courbe en cloche, ou encore ce que l'on appelle une distribution normale. La différence entre un système de courbe en cloche et l'autre système de distribution en loi de puissance, ne se résume pas à un débat universitaire poussiéreux portant sur la forme de deux courbes. Les courbes elles-mêmes ne sont que des représentations graphiques de ce qu'il se produit au sein de chaque système. La courbe en cloche représente un système d'équilibre intégrant par nature le retour à la moyenne. La courbe de puissance, représente un système complexe ouvert aux événements extrêmes. Les données empiriques révèlent que les prix des marchés et les événements extrêmes sont distribués le long d'une courbe de puissance. La distribution normale relève du fantasme.

Apple et Caterpillar

L'équilibre général, les attentes rationnelles et l'efficacité des marchés ne sont pas les seuls piliers qui s'écroulent, dans l'édifice de l'élite. Le libre-échange est également un mythe, et il est très coûteux. Les arguments théoriques modernes qui s'élèvent contre une apparence de libre-échange sont plus récents que les critiques à l'égard de l'efficacité des marchés. D'ailleurs, ils trouvent encore moins de soutien au sein de

l'élite des économistes. Il faut connaître ces critiques afin de comprendre pourquoi les élites sont sur la défensive, et pourquoi un sentiment d'effroi se propage au sein du troupeau.

Les fondations théoriques du libre-échange se trouvent dans la théorie de l'avantage comparatif rédigée par David Ricardo dans *The Principles of Political Economy and Taxation* (1817). Le fait que la théorie de Ricardo ne fonctionne pas dans un contexte de mondialisation n'a rien de déshonorant. À l'époque, ses idées étaient brillantes, et elles ont fait progresser la toute jeune science économique d'alors vers sa phase classique.

On peut dire la même chose d'Isaac Newton, dont les idées concernant les mécaniques célestes ont été surpassées par la relativité d'Einstein. Newton compte parmi les plus grands génies. Einstein le pensait également. Pourtant on ne peut pas plus sonder de lointaines galaxies avec les mécaniques newtoniennes, que gérer une économie du XXI^e siècle en suivant les principes de Ricardo. Pour sonder les galaxies, on a besoin d'Einstein, et si l'on ne veut pas saccager l'économie américaine à l'ère de la mondialisation, on a besoin de nouvelles théories régissant les transactions.

Que dit cette théorie de Ricardo, et quelles sont ses erreurs ? La théorie de *l'avantage comparatif* repose sur le terme « comparatif ». Avant Ricardo, il existait une théorie de *l'avantage absolu*. Si deux pays sont des partenaires commerciaux et que l'un produit des biens de façon plus efficace que l'autre, il est plus profitable pour les deux pays que le moins efficace d'entre eux achète les produits de celui qui est le plus efficace. L'importateur achète des produits bon marché et l'exportateur décroche un marché. Les deux pays s'enrichissent. Peut-être bien que l'Islande pourrait produire des myrtilles, mais ce serait peu efficace. Il est plus logique que l'Islande importe des

myrtilles du Chili, où les conditions climatiques sont idéales pour leur culture. Le Chili détient un avantage *absolu* en matière de culture de myrtilles. Donc, le Chili décroche des marchés pour sa production.

Ricardo a poussé cette idée plus loin. Il a dit que même si un pays ne détenait *pas* un avantage absolu sur certains produits, c'est-à-dire même s'il était moins efficace, en tant que producteur, il pouvait tout de même représenter un exportateur efficace s'il détenait un avantage *comparatif* par rapport aux biens produits par deux partenaires commerciaux. Cette idée quelque peu contre-intuitive est expliquée de façon succincte par l'économiste Ian Fletcher :

Cette théorie [de l'avantage comparatif] peut être intégralement expliquée en posant une simple question : pourquoi les footballeurs professionnels ne tondent-ils pas eux-mêmes leur pelouse ? Le footballeur moyen peut très certainement tondre sa pelouse aussi efficacement que n'importe quel professionnel du jardinage. Comme le footballeur est plus efficace en termes économiques, il dispose d'un avantage absolu pour tondre les pelouses. Pourtant, cela n'étonnerait personne qu'il « importe » des services d'entretien de pelouse auprès d'un « producteur » moins efficace. Pourquoi ? Parce que, de toute évidence, il peut employer son temps de meilleure façon. La théorie de l'avantage comparatif énonce qu'il est avantageux pour les États-Unis d'importer certains biens pour décharger notre main-d'œuvre, simplement, et lui permettre de produire des biens de plus grande valeur à la place. Nous, les États-Unis, en tant que nation, « avons mieux à faire de notre temps » que produire des biens de moindre valeur. Par conséquent, il est parfois avantageux que nous importions des produits auprès de nations moins efficaces.

Autrement dit, il est logique que les États-Unis importent des voitures coréennes, même si les États-Unis sont un *constructeur de voitures plus efficace*, si cela libère de la main-d'œuvre et des capitaux américains pour s'engager dans la nanotechnologie, domaine dans lequel l'avantage comparatif du pays est encore plus important que dans le domaine de la construction automobile.

Cette théorie repose sur un concept d'efficacité. Si l'on ne peut mesurer l'efficacité, et comparer ces mesures sur le plan international, alors cette théorie ne peut s'appliquer de façon fiable. L'efficacité provient de l'utilisation des facteurs de production. Ces facteurs sont la main-d'œuvre et le capital. Il existe différents types de main-d'œuvre : qualifiée, non qualifiée, intellectuelle et manuelle. Le capital peut être représenté par des capitaux financiers, des brevets, des secrets de fabrication, un savoir-faire et des ressources naturelles. Le producteur le plus efficace est celui qui applique des facteurs permettant de mettre en place une production dont le coût est le plus faible. L'efficacité absolue génère un avantage absolu, et l'efficacité relative – quels que soient les produits et les secteurs – génère un avantage comparatif. L'efficacité se résume à l'évaluation du coût, ce qui présuppose un système de tarification mesuré en argent, et provenant des marchés.

Donc, pour fonctionner exactement comme elle le souhaite, la théorie de l'avantage comparatif repose entièrement sur un dense réseau de facteurs de productions, de coûts, de prix, de marchés et d'argent. Si l'une des composantes de ce réseau est manipulée ou dénaturée par la politique ou les imperfections, la théorie de l'avantage comparatif *ne fonctionne pas* car il n'y a pas de base de comparaison. Actuellement, tous ces modèles, sans exception, sont dénaturés, imparfaits, ou les deux à la fois.

L'avantage comparatif est un plan sur la comète : agréable à imaginer, mais totalement irréal.

L'avantage comparatif, c'est la pierre angulaire du consensus néolibéral, des fondements théoriques du libre-échange, de la libre circulation des capitaux ainsi que d'autres facettes de la mondialisation. Lorsque David Ricardo, et Adam Smith avant lui, ont développé ces idées relatives au marché libre et au libre-échange, le monde fonctionnait avec un étalon-or ; les taux de change étaient arrimés à l'or. La comparaison des prix était possible. En l'absence d'étalon-or ou de parité des taux de change, comment comparer ? En théorie, les taux de change flottants permettent les comparaisons ainsi qu'un ajustement aisé des termes de l'échange. Qu'en est-il de la manipulation des taux d'intérêt, des guerres des devises, des « dirty floats⁴² » et tout le reste ? Les termes de l'échange reflètent-ils un avantage comparatif authentique ou bien un avantage manipulé ? Si l'avantage est manipulé, quel est l'argument en faveur du libre-échange ?

Les taux de change flottants sont l'une des distorsions auxquelles se livrent les élites, une idée erronée imposée au monde par Milton Friedman dans les années 1970. Si un constructeur vous engage pour bâtir une maison en utilisant une règle d'un mètre, puis qu'il vous dit le jour suivant qu'un mètre est égal à 101 cm, et le jour d'après à 99 cm, et ainsi de suite, la maison construite risque bien de s'effondrer. C'est ainsi que fonctionne l'avantage comparatif dans un contexte de taux de change flottants. Les couvertures de change ne sont pas disponibles, en général, à plus d'un an. C'est trop court pour des engagements financiers sur cinq ou dix ans.

42 NDR : système intermédiaire entre un taux de change fixe et un taux de change flexible, donc « géré »

Les taux de change flottants enrichissent les opérateurs du marché des changes et les spéculateurs, mais créent des surcoûts commerciaux et contrarient les flux de capitaux. Les taux de change sont prêts à être manipulés. Les partisans d'un prétendu libre-échange, basé sur l'avantage comparatif, devraient réfléchir au régime du taux de change fixe qui a prévalu de 1944 à 1971, âge d'or de la croissance et de l'augmentation des revenus réels. Le troupeau de l'élite encourage le libre-échange *et* les taux de change flottants, soit la meilleure façon de perdre des emplois aux États-Unis face à des manipulations étrangères.

Le défaut suivant, en ce qui concerne le libre-échange, c'est la mobilité des facteurs de production. Ricardo émet le postulat suivant : les facteurs de production sont enracinés dans le territoire national. Les marchés déterminent les coûts comparatifs qui servent de base aux transactions. Or à l'heure actuelle, les facteurs de production, notamment les capitaux, ne sont pas enracinés : ils sont mobiles. Imaginez le cas où la Chine dispose d'une main-d'œuvre plus efficace (en raison de son faible coût), et les États-Unis d'un capital plus efficace (grâce à un système financier profond et liquide). Si les facteurs de production étaient immobiles, les États-Unis disposeraient d'un avantage comparatif en matière de production, même avec un coût de main-d'œuvre plus élevé, en raison de coûts financiers plus faibles. Si les capitaux américains bon marché se déplacent vers la Chine et s'associent à sa main-d'œuvre bon marché, alors la Chine remporte à la fois l'avantage comparatif et l'avantage absolu. Il ne s'agit pas d'un exemple hypothétique mais de la quintessence de la mondialisation. La théorie de Ricardo est mise en échec dans un monde où les facteurs sont mobiles.

La théorie de Ricardo comporte un autre défaut : le flux intertemporel — la différence entre l'avantage comparatif

statique et l'avantage comparatif *dynamique*. Un pays ne possédant pas d'avantage comparatif au début d'une décennie peut recourir au protectionnisme afin de développer des industries naissantes et remporter un avantage comparatif à la fin de ladite décennie. Certaines pratiques commerciales déloyales sont utilisées par certains pays afin de saper l'avantage comparatif d'un partenaire commercial. Le tricheur peut intégrer le club du libre-échange après s'être procuré son avantage.

Les États-Unis constituent un exemple classique du recours à cette méthode : ils se sont servi du protectionnisme de 1776 à 1944 afin de devenir le géant industriel le plus vaste que le monde ait connu, à l'époque. Depuis les années 1970, les États-Unis subissent le protectionnisme du Japon, de la Corée, de Taïwan et de la Chine. Aujourd'hui, les emplois d'avenir, à forte valeur, sont créés en Asie. Ce n'est pas dû à un avantage comparatif *initial* de l'Asie, mais plutôt à un avantage comparatif qui s'est *créé* via le recours au protectionnisme et à la manipulation monétaire.

La théorie de l'avantage comparatif comporte également des défauts que l'on nomme *les externalités*. Il existe des coûts dissimulés qui n'entrent pas dans la comparaison directe des coûts. La Chine semble plus efficace que les États-Unis, dans le domaine des activités minières, car elle rejette le cyanure (utilisé pour extraire les métaux des minerais) dans les rivières. La Chine doit-elle être récompensée, d'un point de vue commercial, si le coût de la contamination au cyanure n'est pas compris dans le prix d'exportation des métaux ?

Le plus grand défaut de la théorie de l'avantage comparatif, c'est qu'elle échoue à moins que *tout le monde* ne respecte les règles du jeu. L'idée à l'origine de l'accord général de Bretton Woods sur les tarifs douaniers et le commerce (1947), et de son successeur, l'Organisation Mondiale pour le Commerce (1995),

était de forcer les signataires à adhérer au libre-échange. Les exceptions relatives aux subventions agricoles et aux tromperies de la Chine ont entraîné le monde bien loin de cet idéal. On comprend mieux la politique du libre-échange américaine en la considérant comme une partie de poker où les États-Unis sont le seul participant à ne pouvoir regarder les cartes des autres joueurs.

La politique commerciale actuelle de la Chine ressemble à celles menées par le Royaume-Uni au XVIII^e siècle et par les États-Unis au XIX^e siècle. Ces politiques passées impliquaient le protectionnisme, le détournement de la propriété intellectuelle et la manipulation de l'or. Ces politiques mercantilistes ont bien fonctionné pour le Royaume-Uni et les États-Unis. Le Royaume-Uni a été la puissance industrielle et commerciale dominante jusqu'à la révocation des Corn Laws⁴³ en 1846. Ensuite, un déclin de soixante-dix ans s'est amorcé pour aboutir, quasiment, à une faillite nationale en 1914. Les États-Unis ont été la puissance industrielle et commerciale dominante jusqu'aux accords de Bretton Woods, en 1944. Ensuite, un déclin de soixante-dix ans s'est amorcé, pour aboutir à la crise de 2008.

Un déclin, ce n'est pas pareil qu'un effondrement. Le Royaume-Uni a été prospère dans les années 1860, tout comme les États-Unis dans les années 1960, après avoir tous deux adopté le libre-échange. Cette prospérité peut être considérée comme un « seed-corn banquet⁴⁴ ». Les deux pays ont vécu de l'impulsion produite par ce mercantilisme passé. Or, lorsque cette impulsion n'est pas régénérée, elle s'épuise.

43 NDR : lois encadrant le commerce des céréales

44 NDR : expression utilisée par William Simon, ex-secrétaire au Trésor américain, signifiant littéralement : manger le blé de semence

Les adeptes du libre-échange appartenant à l'élite néolibérale ne s'inquiètent pas des pertes d'emploi car, par mentalité, ils imaginent que des emplois se créent ailleurs, dans des secteurs où les États-Unis conservent un avantage comparatif. Les États-Unis sont les leaders mondiaux en matière d'éducation supérieure et de technologies avancées. Pourtant, la totalité des emplois de ces deux secteurs représente peu de choses, comparée aux pertes d'emploi enregistrées dans le secteur manufacturier au cours des dernières décennies. Même si l'on accepte qu'il y ait des gagnants et des perdants, en matière de système commercial mondial, que se passe-t-il lorsque le nombre de gagnants est modeste et que celui des perdants est important ? Réponse : une participation à la main-d'œuvre qui baisse, de même que la productivité, des salaires stagnants, et une plus grande inégalité de revenus, soit exactement ce que vivent les États-Unis depuis l'avènement du NAFTA et de l'OMC, dans les années 1990.

Même si les gains et pertes d'emplois enregistrés sont comparables en nombres (ce qui n'est pas le cas), tous les emplois créés ne sont pas égaux. Certains emplois persistent mais n'ont aucun avenir, et ils ne créent pas non plus de richesses. Un garçon de café peut avoir un emploi stable et un salaire décent, mais c'est tout. Il travaillera toujours derrière un bar, et il n'en sortira rien de plus parce que ses efforts offrent un champ limité à l'application de nouvelles technologies. Les emplois à la chaîne, de type Lego, ne sont pas – sans effets exogènes – une source d'emplois supplémentaires.

À l'inverse, un entrepreneur qui a recours à un processus de fabrication amélioré crée directement de nouveaux emplois, diffuse la propriété intellectuelle et engendre des emplois en amont et en aval, au sein des chaînes d'approvisionnement

et de distribution. Les emplois manufacturiers à forte valeur ajoutée, qui soutiennent l'amélioration permanente de la chaîne d'approvisionnement en matériaux, machines-outils et processus, sont les emplois que les États-Unis devraient soutenir via les mesures politiques. Autant laisser aux partenaires commerciaux les emplois sans avenir, et dépourvus d'externalités positives.

Ces dysfonctionnements du libre-échange ont été admis depuis longtemps. Joseph A. Schumpeter, dans son livre de 1942 *Capitalisme, socialisme et démocratie*, devenu un classique, écrit la chose suivante :

La théorie traditionnelle... a, depuis l'époque de Marshall ou d'Edgeworth, découvert un nombre croissant d'exceptions aux vieilles propositions relatives à la concurrence parfaite et... au libre-échange... qui ont ébranlé la confiance absolue accordée aux vertus de ladite concurrence par la génération qui a fleuri entre Ricardo et Marshall ...

Schumpeter a écrit cela dans une analyse sur la façon dont les grandes entreprises produisent des externalités positives qui compensent les problèmes posés par leur taille tels qu'ils sont perçus. Schumpeter voulait dire qu'un entrepreneur s'inquiète moins de la concurrence statique que des forces dynamiques qu'il appelait « destruction créatrice ». Cette dernière est un moteur pour l'innovation. Les analystes modernes disent la même chose concernant les avantages d'une politique protectionniste intelligente. Les activités américaines ne sont pas réellement en concurrence avec l'étranger, mais avec l'avenir, et elles sont en train de perdre.

La question, ce n'est pas que la théorie de Ricardo soit fausse, c'est le fait qu'elle repose sur des suppositions qui ne reflètent

pas le monde réel et, par conséquent, qu'elle ne puisse pas orienter les mesures politiques. Si l'avantage comparatif est une chimère, et si le prétendu libre-échange est un jeu truqué, pourquoi les élites persistent-elle dans ce sens ?

Les élites défendent le prétendu libre-échange car elles partagent un point de vue international contraire aux intérêts des États-Unis. On valide des politiques qui génèrent de la croissance mondiale au détriment des États-Unis. On rejette des politiques qui seraient favorables aux États-Unis mais ralentiraient la croissance mondiale. Aujourd'hui, le triomphe de la mondialisation sur le nationalisme nourrit un renouveau nationaliste à mesure que les pays réaffirment leurs intérêts particuliers.

Certaines entreprises internationales profitent énormément de ce système actuel, qui est erroné. À titre d'exemple, imaginez deux entreprises situées aux deux extrêmes du mercantilisme : Apple Inc., fabricant de l'iPhone vénéré et Caterpillar Corporation, « Cat », le plus grand fabricant de matériel lourd au monde.

Apple a exporté du capital vers la Chine, où ce capital s'est associé à la main-d'œuvre chinoise bon marché pour générer un avantage absolu et comparatif dans le domaine de la production de téléphones portables. La Chine facilite cela en entretenant une monnaie bon marché, ce qui augmente le pouvoir d'achat des consommateurs américains par rapport aux coûts unitaires de main-d'œuvre chinois. Les États-Unis sont, de loin, le marché de consommation le plus riche du monde. La Chine gagne en droits de propriété intellectuelle, en emplois et en réserves de devises fortes. Apple engrange d'énormes bénéfices et diffère le paiement de ses impôts aux États-Unis. Apple prospère mais crée peu d'emplois aux États-Unis.

Caterpillar fabrique du matériel lourd, principalement aux États-Unis, et le vend essentiellement à l'étranger. Caterpillar doit surmonter tout un arsenal de politiques mercantilistes à l'étranger, dont le protectionnisme, des barrières non-tarifaires et les monnaies bon marché. Le mercantilisme rend les équipements lourds coréens et japonais relativement plus attractifs, aux yeux des acheteurs des marchés émergents. Toutefois, Caterpillar crée des emplois bien rémunérés, et à forte valeur ajoutée, dans ses usines américaines.

Les dynamiques divergentes d'Apple et de Caterpillar pèsent directement sur les débats économiques concernant les guerres des devises et l'impact déflationniste du dollar fort. Thomas I. Palley, économiste, résume ainsi cette divergence :

Lorsque les entreprises américaines produisaient sur le territoire national et se tournaient vers l'exportation, un dollar bas servait leurs intérêts, commercialement, et elles militaient contre la surévaluation du dollar. Cependant, selon le nouveau modèle, les entreprises américaines se sont tournées vers la délocalisation et l'importation aux États-Unis. Cela a inversé leur intérêt commercial, et elles sont devenues favorables à un dollar fort. Effectivement, un dollar fort réduit les coûts de production en dollar à l'étranger, et augmente les marges bénéficiaires sur la production étrangère vendue aux États-Unis aux prix américains.

Ce résumé montre bien la non-pertinence de l'avantage comparatif. Un petit groupe d'entreprises internationales – disposant de capitaux mobiles, d'une capacité à relocaliser leurs usines au quart de tour, et d'une force politique permettant de faire bouger les taux de change en l'absence d'un étalon-or – fait passer le libre-échange pour une plaisanterie. Ces sociétés créent leurs propres avantages et rédigent leurs propres règles. Les manipulations ne se limitent pas aux multinationales

basées aux États-Unis. Les géants allemands, japonais et chinois les pratiquent avec encore plus de succès.

Cette comparaison des intérêts divergents d'Apple et de Caterpillar montre pourquoi le libre-échange est un mirage. Des capitaux mobiles, le transfert des technologies, le protectionnisme et la manipulation des taux de change sont utilisés pour compenser l'avantage comparatif que les États-Unis possédaient autrefois. Lorsque le transfert des facteurs de production est achevé, l'avantage comparatif est perdu à jamais. Aux États-Unis, il ne reste que des emplois sans avenir ou aucun emploi du tout.

La politique commerciale américaine consiste principalement à ouvrir des portes à l'étranger pour Caterpillar. La politique devrait plutôt s'attacher à rapatrier les emplois d'Apple au pays. Il faudrait qu'une plus grande partie de la chaîne de valorisation d'Apple réside aux États-Unis. Ceux qui affirment qu'il s'agit là d'inefficacité selon les théories de Ricardo, devraient se demander la chose suivante : si les travailleurs américains ne peuvent avoir de meilleurs emplois et sont empêtrés dans le surendettement, qui va acheter ce que ces multinationales fabriquent ? Les États-Unis devraient se servir plus agressivement des tarifs douaniers et barrières douanières afin de favoriser les emplois qui génèrent de la croissance : exactement comme l'a proposé Alexander Hamilton dans son Rapport sur les manufactures (*Report on Manufactures*), présenté au Congrès en 1791.

Les États-Unis bénéficieraient immédiatement de l'application de 30% de droits de douane sur tous les produits importés, quelle que soit leur origine. Cela pourrait se faire sans incidence sur les recettes, en associant à ce tarif douanier une réduction de 10% des taxes sur les salaires. Un iPhone importé

serait plus cher (à moins qu'Apple ne décide de réduire ses marges bénéficiaires en baissant ses prix). Mais les 10% d'économie en taxe sur les salaires aideraient les consommateurs à payer leurs téléphones, si c'est ce qu'ils préfèrent. Le résultat prévisible, ce serait qu'Apple relocalise les bons emplois aux États-Unis, où la société pourrait récolter les fruits de tarifs douaniers moins élevés et d'une baisse des taxes sur les salaires. L'impact de cette politique va au-delà d'Apple et des iPhones : elle englobe toutes les importations à forte valeur ajoutée.

La domination de l'élite est servie par une opinion publique mal informée, conséquence de la propagande émanant d'organes allant du Conseil sur les relations extérieures (*Council on Foreign Relations*) jusqu'au *New York Times*. Le slogan de ce troupeau, c'est que le libre-échange est bénéfique et que les tarifs douaniers sont mauvais. C'est ce que l'on enseignait il y a dix ou vingt ans aux journalistes, en cours d'économie, à l'université. Les relais d'opinion de l'élite méprisent ceux qui remettent en question le dogme du libre-échange.

Ces pseudo-experts vous racontent que les tarifs douaniers Smoot-Hawley ont provoqué la Grande Dépression, un avis peu plausible dans la mesure où la dépression s'est produite avant, et qu'elle a été provoquée par les politiques monétaires erronées de la Réserve fédérale. Les tarifs douaniers américains étaient de 44,6% en moyenne, avant Smoot-Hawley, et de 53,2% par la suite : ce n'est pas une énorme hausse. Ian Fletcher souligne que la hausse des tarifs douaniers, en 1861, 1864, 1890 et 1922 n'a *pas* produit de dépressions, et que des récessions se sont produites en 1873 et 1893 sans qu'une hausse des tarifs douaniers n'ait eu lieu. Les arguments en faveur d'une causalité entre tarifs douaniers et récession sont faibles, voire inexistants. Cela surprend la plupart des experts.

De nouveaux tarifs douaniers américains laisseraient à nos partenaires commerciaux certains emplois industriels et agricoles dépourvus d'avenir, tout en créant davantage d'emplois à forte valeur ajoutée aux États-Unis. Un tarif douanier empêcherait les partenaires commerciaux des États-Unis de s'emparer d'emplois à forte valeur ajoutée en usant de leur propre batterie de barrières commerciales, de détournement de propriété intellectuelle et de prescriptions relatives à la teneur en éléments locaux. L'Amérique – la plus grande économie de consommation du monde – a besoin de ce type de changement structurel pour augmenter sa croissance potentielle. Cela entraînerait une augmentation de la productivité et des salaires, autant d'étapes importantes pour s'orienter vers une soutenabilité de la dette.

Il existe des arguments en faveur de marchés ouverts et de faibles tarifs douaniers : ils sont spécifiques – pas généraux – et d'ordre politique – pas économique. Lorsque votre économie est intacte mais que vos partenaires commerciaux sont anéantis, exactement comme c'était le cas entre les États-Unis et l'Europe après la Seconde Guerre mondiale, il est logique d'ouvrir les marchés et de fournir des financements peu coûteux afin que les pays dévastés entrent à nouveau dans la partie. Le libre-échange sous forme d'union douanière est également logique au sein de pays ayant une histoire marquée par la guerre et la destruction : exactement comme l'Europe à cette même époque.

À la fin des années 1940, c'est cette rare convergence entre une volonté spécifique de faire redémarrer le commerce international et l'impératif d'empêcher une nouvelle guerre, qui a rendu les institutions de Bretton Woods non seulement utiles mais nécessaires. Ces circonstances spécifiques ne s'appliquent ni à la Chine, ni à l'Inde et ni au reste du monde, à

l'heure actuelle. Les États-Unis n'aident plus leurs partenaires, ils se pénalisent eux-mêmes.

L'empire de la dette

La façon dont l'élite voit le monde repose sur ces piliers intellectuels que représentent les modèles fondés sur l'équilibre, le monétarisme, le keynésianisme, les taux de change flottants, le libre-échange, la mondialisation et la monnaie fiduciaire. Parallèlement, on comprend mieux le monde réel à travers le prisme de la théorie de la complexité, des probabilités conditionnelles, de la psychologie comportementale, des guerres des devises, du néomercantilisme et de l'or. La dissonance cognitive entre cette vision du monde de l'élite et l'économie du monde réel a de lourdes conséquences sur l'élite, en termes de confiance en soi et de maîtrise. Les élites sont désormais divisées en deux types : celles qui sont déstabilisées par la perte de crédibilité, et celles qui paniquent discrètement car elles ont compris leur échec intellectuel ainsi que ses conséquences.

La croissance et la prospérité mondiales affichées depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale pourraient réfuter cette critique à l'encontre du consensus de l'élite. En effet, les années 1950 et 1960 ont enregistré une croissance exceptionnellement forte aux États-Unis, au Canada, en Europe de l'Ouest et au Japon, avec un faible taux de chômage et peu d'inflation. Bien sûr, cette croissance partait de très loin, étant donné les dégâts provoqués par la guerre. La marge d'utilisation des facteurs de production, notamment un capital humain abondant et des capitaux financiers fournis par les États-Unis, était vaste.

Toutefois, les conditions ayant prévalu au cours de cette période de prospérité initiale n'existent plus aujourd'hui. Les

années 1950 et 1960 se sont caractérisées par des taux de change fixes, un étalon-or, des budgets équilibrés, des tarifs douaniers et des préférences commerciales. Toutes ces conditions sont aux antipodes de la formule actuelle de l'élite.

Les années 1970 et 1980 ont été une période de transition pour les institutions d'après-guerre de Bretton Woods. L'or a été abandonné en tant qu'étalon monétaire. Les taux de change flottants sont apparus au milieu des années 1970. Mais la fin de l'étalon-or a été étouffée par l'avènement d'un nouvel étalon-dollar sous le gouvernement Reagan. Le Roi Dollar a été astucieusement orchestré par le secrétaire au Trésor, James Baker, via les accord du Plaza en 1985, et du Louvre en 1987, qui suscitèrent un consensus général, au sein des économies, autour de taux de change acceptables. Le Roi Dollar n'offrait pas de taux fixe mais c'était la meilleure solution de rechange, stimulée par le fait que Paul Volcker ait réussi à faire baisser l'inflation après avoir frôlé un temps l'hyperinflation, de 1977 à 1981. Les tentatives de convergence monétaire, en Europe, bien qu'irrégulières et marquées de ruptures occasionnelles, se sont substituées de façon rudimentaire à l'étalon-or.

Les années 1970 et 1980 furent également l'âge d'or du néo-keynésianisme et du monétarisme. Le keynésianisme justifiait des déficits budgétaires persistants, alors que le monétarisme dénigrat les taux de change fixes et exigeait que le contrôle de la monnaie fiduciaire produise une croissance réelle soutenable maximale, et ce sans inflation. Une bataille intellectuelle s'engagea entre Hayek et Friedman d'un côté, et John Meynard Keynes de l'autre, mais les deux écoles étaient désormais ancrées dans le monde universitaire. Elles avaient en commun une soif de contrôle gouvernemental ; la seule différence portait sur la question de savoir si le contrôle était exercé par les autorités

budgétaires ou monétaires. Le consensus néolibéral, quant à lui, privilégiait les deux.

La montée de l'élite internationale eut lieu après 1989, à l'aube de la deuxième ère de la mondialisation, lointain écho de cette première ère qui s'était déroulée de 1870 à 1914. En 1989, la guerre froide s'acheva, puis le Mur de Berlin tomba et le consensus de Washington fut annoncé dans un article fondateur signé par Williamson, un économiste anglais exerçant à Washington (DC). L'article de Williamson résumait des opinions qui avaient évolué depuis les années 1970. Il les condensait dans un livre blanc de cette nouvelle mondialisation. Williamson demandait le libre-échange, la libre circulation des capitaux, l'investissement direct étranger, et la protection de la propriété intellectuelle. Il demandait également une discipline budgétaire. Et pourtant, en pratique, elle fut réservée aux marchés émergents et non suivie par les économies développées elles-mêmes. Le consensus de Washington fut appliqué impitoyablement tout au long des années 1990 par le FMI, sous les encouragements du Trésor américain, dirigé par Robert Rubin.

Les années 1990 furent l'apogée d'un prétendu libre-échange. Les accords NAFTA, CAFTA, et autres accords commerciaux multilatéraux furent imposés. Les élites savourèrent la plus longue période d'expansion américaine en temps de paix, de 1991 à 2000, de la fin du mandat de Bush Père jusqu'au bout des années Clinton, pratiquement. La Russie tendait la main au capitalisme, la Chine émergeait d'un siècle chaotique, et les Tigres asiatiques rôdaient. Cette performance semblait valider la vision du monde de l'élite.

Mais sous la surface, la pourriture s'installait. La corruption s'institutionnalisa en Russie et en Chine, les inégalités des revenus explosèrent et la solution facile de l'utilisation des

facteurs de production disparut rapidement, au sein des marchés émergents. Sur un plan historique, la réussite économique des années 1990 peut être considérée de la même façon que le succès apparent du libre-échange au Royaume-Uni, à la fin du XIX^e siècle, et aux États-Unis au milieu du XX^e siècle. Cette réussite fut moins le fruit de nouvelles politiques que la récolte des gains créés par le protectionnisme antérieur. La croissance était bien là, mais elle n'était pas soutenable. Au-delà de cela, le succès superficiel et non soutenable du consensus de l'élite, au cours des années 1990 et 2000, peut s'expliquer en un seul mot : la dette.

La croissance explosive de la dette – des particuliers, des entreprises et de l'État – tout au long des années 1990 et du début du XXI^e siècle, est sans précédent. Dans les années 1990, la croissance de la dette a été motivée par les crédits à la consommation, les emprunts immobiliers et l'endettement des entreprises. De 2000 à 2007, ce mélange s'est déplacé vers les dettes souveraines des économies développées et les prêts immobiliers à risque dits *subprime*. Après 2007, l'augmentation de la dette souveraine des économies développées s'est poursuivie, tandis que les emprunts-étudiants et la dette des marchés émergents grossaient de façon exponentielle.

Depuis 2009, la dette en dollar des entreprises des marchés émergents a augmenté de 9 000 milliards de dollars. Tous les titres émis par les sociétés d'exploration et de développement du secteur de l'énergie, la plupart d'entre eux de mauvaise qualité, dépassent les 5 000 milliards de dollars. La progression de toutes les formes d'endettement dépasse les 60 milliards de dollars ; et c'est loin d'être terminé.

Le ratio dette/PIB est l'indicateur standard permettant de mesurer la soutenabilité de la dette. De 2000 à 2013, le ratio

dette/PIB mondial, hors établissements financiers, a grimpé de 163% à 212%. Au cours de la même période, le ratio dette/PIB des économies développées a grimpé de 310% à 385%. Ces tendances n'affichent ni temps d'arrêt, ni désendettement, à la suite de la crise financière de 2008. Si les niveaux d'endettement des particuliers ont baissé quelque peu dans le sillage de 2008, la progression des dettes publiques a compensé largement la différence et maintenu la dette totale à un niveau élevé. Le total de la dette publique des économies développées, qui représentait 80% du PIB en 2009, a bondi à 110% en 2014. La dette des marchés émergents, largement animée par la Chine, hors établissements financiers, est passée de 125% du PIB début 2009, à 140% en 2014. Le ratio dette/PIB de la Chine à elle seule, hors établissements financiers, dépassaient déjà les 200% en 2014.

Dans un rapport sans appel de 2014 (intitulé « Geneva Report »), le très influent Centre international d'études monétaires et bancaires, situé à Genève, a résumé la situation comme suit :

Le monde continue de s'endetter... Le ratio dette/PIB continue d'atteindre des sommets historiques... Jusqu'en 2008, la hausse de l'endettement a été entraînée par les marchés développés. Mais, depuis, les économies émergentes (la Chine en particulier) en sont devenues le moteur... Le niveau d'endettement du Japon crève tous les plafonds...

Contrairement aux idées largement répandues, six ans après le début de la crise financière... l'économie mondiale n'est pas encore sur la voie du désendettement. De fait, selon notre évaluation, le ratio dette mondiale totale/PIB, hors établissements financiers... augmente sans relâche et atteint de nouveaux sommets...

Ces niveaux d'endettement, s'ils sont inédits, pourraient être la croissance mondiale était suffisante pour les soutenir. Mais ce n'est pas le cas. Le fait que la croissance stagne depuis ces quinze dernières années est une autre facette de l'échec du consensus de l'élite.

Les chercheurs qui ont rédigé le Geneva Report ont compilé un indice PIB des économies développées, positionné à 100 en 2008, afin de comparer la croissance réelle enregistrée depuis la crise et la croissance potentielles basée sur les tendances antérieures à la crise. En 2014, la croissance potentielle a atteint le niveau de 111, mais la croissance réelle a eu du mal à atteindre 102. On appelle cette différence entre croissance réelle et potentielle « écart de production ». Dans le contexte d'une reprise économique normale, l'économie progresse brièvement au-dessus de son potentiel (en raison de capacités excédentaires et d'une utilisation des facteurs de production supérieure à la tendance), et l'écart de production disparaît. Or cela ne s'est pas produit au cours de cette reprise ; l'écart de production est présent et progresse. Une perte de production serait déjà assez néfaste si le bien-être des gens et leur niveau de vie était les seules questions en jeu. Mais une perte de production associée à un endettement excessif, c'est toxique. Le Geneva Report décrit de la façon suivante ce dangereux mélange :

Le cercle vicieux perpétuel que constituent l'effet de levier et les tentatives politiques, d'une part, et le ralentissement de la croissance nominale, d'autre part, jettent les bases, soit d'un processus de désendettement long et pénible, soit d'une nouvelle crise... Selon nous, cela rend le monde plus vulnérable à un nouvel épisode de crise financière s'inscrivant dans la série de celles qui ont eu lieu au cours de ces deux dernières décennies.

Le rapport lance une alerte face au cercle vicieux que représentent un endettement élevé et une faible croissance :

Le cercle vicieux entre croissance et endettement constitue un important obstacle à la reprise, après une crise financière... car la réduction des niveaux d'endettement décourage l'activité, et le ralentissement des dynamiques du PIB rendent ensuite le processus de désendettement plus pénible.

Il existe une taxinomie des crises qui divise les cycles de reprise en trois types. Une crise de Type 1 implique la chute du niveau de la production *réelle*. Si elle est suivie d'une reprise supérieure à son évolution tendancielle, ou en forme de V, l'écart de production est compensé et la croissance tendancielle repart. Les effets économiques d'une crise de Type 1 sont douloureux mais temporaires. La situation de la Suède, au début des années 1990, l'illustre très bien.

Une crise de Type 2 implique la chute du niveau de la production *potentielle*. Dans ce contexte, les pertes de production initiales peuvent être modestes, mais l'écart de production se crée par rapport à la tendance et s'agrandit au fil du temps. Les coûts à long terme des crises de Type 2 sont énormes. Depuis 1990, le Japon est un exemple de crise de Type 2.

Une crise de Type 3 implique la chute du niveau de la production *réelle* et de la production *potentielle*. Dans ce contexte, les pertes de production initiales sont considérables, jamais recouvrées, et l'écart de production progresse au fil du temps. Il s'agit de la pire configuration, s'accompagnant de pertes considérables, d'absence de reprise et d'une croissance continuellement faible.

Selon les données indiquées dans le Geneva Report, les économies avancées, les États-Unis en tête, connaissent une

crise de Type 3. Si ce diagnostic n'est pas apparu plus tôt, c'est parce que le levier a été utilisé afin de dissimuler l'échec des mesures politiques. Voici ce que conclut le Geneva Report :

L'accélération de la croissance constatée de la fin des années 1990 à l'année 2007 a été soutenue par l'accumulation de dettes au niveau mondial... tout en encourageant simultanément une augmentation de l'effet levier, au sein de nombreuses économies, laquelle a alimenté la hausse des prix des actifs et l'augmentation des bilans. Cette phase d'expansion s'est terminée, au bout du compte, lors de la crise financière de 2008-2009.

Les rêves de mondialisation et de partage de prospérité des élites n'étaient qu'un mirage alimenté par l'endettement. Le mirage s'est dissipé en 2008. Mais si le mirage a disparu, l'endettement demeure. Les voies à suivre pour sortir de cet endettement sont au mieux dangereuses et, au pire, catastrophiques. La voie la plus sûre implique des réformes structurelles afin d'infirmer le consensus de l'élite et de revenir à des mesures néo-mercantilistes afin de créer des emplois et de la croissance aux États-Unis. La voie la plus dangereuse est de continuer comme en ce moment – davantage d'endettement, d'effet de levier, de dérivés – en recherchant de façon idéaliste une croissance soutenable qui n'arrivera pas.

À mesure que cette réalité est admise, l'instinct de troupeau de l'élite se renforce. Les bilans des banques centrales sont gonflés afin d'activer l'inflation et de fournir une croissance nominale, si ce n'est réelle, permettant de gérer la dette. Mais la déflation harcèle le troupeau telle une lionne dans la savane. Les élites se rendent compte que l'émission d'argent risque de ne pas générer l'inflation des *prix*, mais celle des *actifs*, et que cela crée de nouvelles bulles qui pourraient éclater et détruire la confiance sur deux générations. Si cela se produit,

la solution glace-neuf est à portée de main. Pour l'instant, les élites persévèrent avec la reflation, comme un groupe de soldats abandonnés, enfoncés jusqu'au coup dans un marécage.

Le cul-de-sac

Le consensus néolibéral de l'élite repose sur une rhétorique relative au marché-libre et au libre-échange tels que définis par des économistes allant d'Adam Smith et David Ricardo à Milton Friedman. Pourtant, les marchés-libres et le libre-échange sont, en théorie, erronés et, en pratique, inexistants.

D'un point de vue notionnel, le paradigme du marché-libre ressemble au plateau du célèbre Monopoly, inventé pendant la Grande Dépression. Au Monopoly, tous les joueurs commencent au même endroit, avec la même somme d'argent et obéissent aux mêmes règles. Comme dans la vie réelle, la chance joue un rôle lorsque les dés sont lancés, mais au fil du temps, elle s'équilibre. Les compétences des joueurs ne sont pas les mêmes ; c'est tout le but du jeu. Les joueurs qui s'y connaissent savent qu'il vaut mieux détenir les biens situés dans les zones orange, à partir de St-James Place⁴⁵ car ils sont proches de la zone de la prison ; les autres joueurs atterrissent là avec une fréquence disproportionnée. En théorie, les marchés récompensent ce type de compétence.

Que se passe-t-il si les règles ne sont pas prises en compte ? Imaginez qu'au cours d'une partie de Monopoly, après quelques tours, l'un des joueurs déclare brusquement que son argent vaut deux fois plus que celui de tous les autres joueurs et qu'il prenne tranquillement une liasse de billets de 500 \$ dans la

45 Version américaine ; cases orange, autour de l'avenue Mozart en France

banque. La partie tournerait au chaos ; les éléments du marché libre disparaîtraient. C'est exactement ce qu'il se produit dans le cadre des politiques monétaires, guerres des devises et manipulations de marché orchestrées par les banques centrales. Le modèle de marché libre est rompu.

Pour les États-Unis et le monde, la solution n'est pas de crier à l'injustice ou de poursuivre des chimères, mais d'adopter des mesures garantissant la croissance et l'emploi aux États-Unis, et d'étudier des solutions pour que les partenaires *coopératifs* partagent cette prospérité tout en suivant leurs propres voies. Les partenaires non coopératifs doivent être livrés à eux-mêmes.

Si l'on considère l'effondrement financier de 2008 sous l'angle (prolongé dans le temps) de cette progression de l'endettement depuis les années 1990, alors il est symptomatique de circonstances plus pernicieuses. Les mesures politiques ont recouru à l'expansion du crédit et aux bulles d'actifs pour remplacer une croissance soutenable. Les travailleurs n'ont pas bénéficié des rendements financiers plus élevés tirés de la mondialisation. Les inégalités de revenu que cela a généré vont au-delà des questions morales. L'inégalité des revenus pénalise la consommation et, par extension, l'investissement, ce qui ne laisse que les exportations nettes (associées aux guerres des devises) et les dépenses publiques (associées à l'endettement) comme seuls moteurs de croissance.

La déflation est ce que redoute le plus l'élite, secrètement. La politique des taux d'intérêt trop bas trop longtemps – très critiquée – menée par Alan Greenspan de 2002 à 2005, était une tentative visant à chasser la déflation apparue en 2001. La déflation a été reportée, et non éliminée. Les mesures de Greenspan ont retardé la déflation aux dépens des bulles d'actifs, qui ont éclaté début 2007. Ensuite, la déflation qui

n'avait jamais réellement disparu est réapparue. La Réserve fédérale, n'ayant qu'un seul tour dans son sac, a reproduit l'erreur commise par Greenspan avec la politique des taux zéro de Bernanke et de Yellen, de 2008 à 2015. Résultat, les bulles d'actifs sont plus imposantes actuellement. À aucun moment les responsables politiques n'ont traité les causes sous-jacentes de cette déflation, provenant de la démographie, des technologies, du désendettement et d'un néomercantilisme s'étendant du Mexique jusqu'à la Malaisie.

Selon l'un des arguments en faveur du libre-échange et des marchés libres, les États-Unis seraient assez solides pour absorber les coûts d'un système faussé alors que les autres pays du monde s'enrichissent avec les emplois créés. Si le monde s'en sort mieux, et les États-Unis légèrement moins bien qu'ils ne le feraient autrement, alors c'est un modeste prix à payer en contrepartie d'une planète plus paisible et plus riche.

En dehors de la condescendance qu'exprime cette vision mondialiste vis-à-vis des travailleurs américains au chômage, est-ce même vrai ? Ou bien la croissance mondiale moyenne masque-t-elle de grotesques inégalités de revenus, avec des travailleurs qui auraient pu s'enrichir un peu si l'ensemble des gains n'avaient été siphonnés par des oligarques corrompus s'empressant d'acheter des résidences de luxe à 50 M\$, voire plus, de Vancouver à Mayfair ?

Si les mesures appliquées aux États-Unis se concentraient sur le soutien des emplois à forte valeur ajoutée, dans le secteur de la production, la hausse des revenus se propagerait davantage car l'Amérique n'a pas un « problème d'oligarques » aussi étendu qu'en Asie, Afrique et Amérique latine. Les travailleurs américains disposant de revenus réels élevés pourraient se permettre d'acheter plus de produits importés ainsi que des

produits de fabrication locale. Les partenaires commerciaux des États-Unis se spécialiseraient dans des emplois moins recherchés, et les travailleurs américains pourraient accéder à de meilleurs emplois.

Le problème politique qui se pose, aux États-Unis, est le suivant : les démocrates et les républicains marchent main dans la main, sur les questions de libre-échange. Certaines voix s'élèvent contre cela, mais le modèle de libre-échange incarné par le NAFTA, le nouveau Partenariat Trans-Pacifique (PTP), et le Partenariat Transatlantique pour le commerce et l'investissement (TTIP) dépassent les clivages des partis. Le NAFTA a été négocié par Bush père et ratifié par Bill Clinton. Le Partenariat Trans-Pacifique a été proposé par le président Obama et soutenu par les leaders républicains. Lorsque les deux partis s'unissent, cela relève davantage de la pensée de groupe que de la sortie d'une impasse.

Pour sortir de cet immobilisme politique, une solution sensée consisterait à supprimer en premier lieu l'impôt sur les sociétés, à augmenter le salaire minimum, et donner du pouvoir aux travailleurs via une version de la loi allemande sur la codétermination qui permet aux travailleurs d'être représentés aux conseils d'administration. Les allègements fiscaux feraient hurler la gauche, la codétermination serait condamnée par la droite, et toutes deux seraient considérées comme les idéologues qu'elles sont. Des mesures intelligentes — soutenant le capital et les travailleurs — permettraient aux États-Unis d'aller de l'avant.

Les élites ressentent des craintes grandissantes en se rendant compte que le monde ne se trouve pas dans un cycle de reprise, mais dans une récession séculaire. Selon Keynes, voici ce qu'est une dépression :

... un état d'activité chroniquement inférieur à la normale, sans qu'il y ait de tendance marquée à la reprise ou à l'effondrement complet.

La définition de Keynes est peaufinée par le Geneva Report dont la description d'une crise de Type 3 indique qu'il s'agit d'une crise au cours de laquelle la production chute de façon spectaculaire puis, au lieu de rebondir brutalement, reste à un niveau continuellement faible. Selon les termes du Geneva Report :

Ce qu'il s'est produit après 2007 relève davantage d'une crise de la dette que d'une récession : les 5% de perte de production ont persisté jusqu'au 1^{er} trimestre 2009... et les pertes se sont réellement amplifiées par rapport à ce que l'on pouvait considérer comme la tendance dominante depuis 2007, alors que la croissance diminuait de façon significative.

La politique monétaire ne peut pas guérir la dépression mais uniquement l'atténuer. Une dépression ne peut être résolue qu'avec des modifications structurelles. La Grande Dépression ne s'est achevée qu'avec d'énormes investissements financés par l'endettement et la mobilisation de la main-d'œuvre pour combattre la Seconde Guerre mondiale.

La fin de la partie est arrivée. L'endettement progresse plus vite que la croissance. La politique monétaire ne peut rien faire, à part faire exploser les bulles et acheter du temps. Les réformes structurelles sont entravées par le dysfonctionnement politique. L'endettement public ne peut plus se substituer à l'endettement privé : désormais les États souverains sont eux-mêmes trop endettés.

La dette, la déflation, la démographie et la dépression détruisent les rêves de libre-échange, de marchés libres et de

libre circulation des capitaux. Les élites espèrent qu'une bonne carte sortira du jeu, mais celui-ci est saturé de décennies de déni concernant l'inégalité des revenus et les emplois perdus. Certaines élites quittent le navire, encaissent leurs gains pour acheter des résidences de luxe, des jets privés, et stockent des lingots et des œuvres d'art dans des chambres fortes privées. D'autres élites s'enfoncent dans l'impasse de la mondialisation alors que la confusion s'intensifie.

Capitalisme, fascisme et démocratie

CHAPITRE 8

Il y a peu de raisons de croire que... le socialisme signifie l'avènement de la civilisation dont rêvent les socialistes traditionnels. Il est plus probable qu'il présente les caractéristiques du fascisme. Ce serait une bien étrange réponse aux prières de Marx. Mais l'histoire se permet parfois de faire des plaisanteries d'un goût douteux.

Joseph A. Schumpeter, *Capitalisme, socialisme et démocratie* (1942)

*Montrez-moi l'homme
et je vous trouverai le crime.*

**Lavrenti Beria, chef de la Police secrète (NKVD)
sous Staline**

Schumpeter revisité

Le nom de Joseph Schumpeter évoque le terme de « destruction créatrice ». Il s'agit de la plus célèbre de ses contributions intellectuelles, et de l'une des plus puissantes notions économiques du xx^e siècle comportant des implications considérables, aujourd'hui.

Selon le concept de Schumpeter, le capitalisme est une force dynamique plus puissante que les entreprises qui naissent et disparaissent en son sein. Le progrès capitaliste exige la faillite de certains capitalistes. C'est ce que Schumpeter a déclaré de façon succincte dans son chef-d'œuvre de 1942, *Capitalisme, socialisme et démocratie* :

Le capitalisme... non seulement... n'est jamais stationnaire... mais ne pourra en aucun cas le devenir...

En fait, l'impulsion fondamentale qui met et maintient en mouvement la machine capitaliste est imprimée par les nouveaux objets de consommation, les nouvelles méthodes de production et de transport, les nouveaux marchés, les nouveaux types d'organisation industrielle – tous éléments créés par l'initiative capitaliste.

L'ouverture de nouveaux marchés... révolutionne incessamment de l'intérieur la structure économique, en détruisant continuellement ses éléments vieillis et en créant continuellement des éléments neufs.

Ce processus de destruction créatrice constitue la donnée fondamentale du capitalisme. Comme de nombreuses observations originales qui paraissent logiques *a posteriori*, ce

concept est apparu comme révolutionnaire, au moment où il a été proposé.

Le fait que le capitalisme soit une force dynamique, créatrice de richesse, avait été admis depuis longtemps, à commencer par Adam Smith, en 1776, et par les économistes classiques du XIX^e siècle. Ce qui était nouveau, dans la destruction créatrice de Schumpeter, ce n'était pas la force créatrice, mais la force destructrice, cette idée que le capital doit être détruit pour libérer les ressources nécessaires aux nouvelles entreprises capitalistes.

Au moment où Schumpeter a écrit cela, le monde se trouvait à un tournant, entre la fin de la Grande Dépression et le début de la Seconde Guerre mondiale. Le capitalisme était sur la sellette et le socialisme était à la mode, notamment aux États-Unis, où il n'avait pas réussi à s'enraciner au cours des précédents cycles socialistes, à la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e. Le gouvernement de Franklin Delano Roosevelt, de 1933 à 1945, débordait de réformateurs socialistes et d'initiatives allant du colossal projet de production d'électricité de la Tennessee Valley Authority à des coopératives agricoles telles que le camp agricole fédéral de Marysville, en Californie.

Le capitalisme, largement considéré pendant la Deuxième Dépression comme un système ayant échoué, était associé à de grandes entreprises telles que RCA, General Motors, Standard Oil of New Jersey, U.S. Steel, et d'autres géants. La concurrence n'était plus la caractéristique fondamentale du capitalisme. C'était le monopole.

Schumpeter demeurait impassible, face à cette accusation de monopole lancée contre le capitalisme. Il admirait les grandes entreprises et soutenait les pratiques de type

monopolistiques. Selon lui, les grandes entreprises proposaient aux consommateurs davantage de choix, de vastes réseaux de distribution et des prix moins chers. Voici ce qu'il a écrit :

Quand il analyse... ces stratégies d'affaires, l'économiste ou le fonctionnaire-enquêteur observe des politiques de prix qui lui semblent abusives et des restrictions de production... Mais il ne voit pas que les agissements de cette nature constituent, au milieu de « l'ouragan perpétuel », de simples incidents souvent inévitables ... qui encouragent, bien loin de le freiner, le processus d'expansion à long terme...

D'autre part, les plans conçus sur une très grande échelle ne pourraient pas, dans bien des cas, recevoir le moindre commencement d'exécution, si leurs auteurs ne comptaient pas dès le début soit sur le découragement de la concurrence, motivé par l'énormité des capitaux requis ou par le défaut d'expérience technique, soit sur la mise en jeu éventuelle de moyens propres à écœurer ou à paralyser les rivaux et, du même coup, à ménager à l'innovateur le champ d'action et le temps nécessaires pour pousser ses avantages.

Il n'est pas difficile de concilier cette contradiction apparente entre le Schumpeter partisan de la destruction créatrice et le Schumpeter partisan des grandes entreprises détentrices de monopole. La grande intuition de Schumpeter, c'est que les entreprises ne sont pas en concurrence les unes avec les autres, mais avec l'avenir. C'est l'entreprise du futur, imprévisible et inattendue, qui détruit les monolithes, et non la concurrence actuelle ou bien la mise en place de lois anti-trust. Schumpeter, dans ses écrits de 1942, anticipait Uber, qui ébranle le monopole des taxis, et Matt Drudge, qui détruit la presse quotidienne. Aucune entreprise, quelle que soit son envergure, n'est à l'abri.

Ce qui empêche de dormir les détenteurs de monopole, ce n'est pas la concurrence, c'est l'avenir.

L'héritage de Schumpeter est devenu la chasse gardée de ses adeptes : c'est souvent le sort que l'on réserve aux iconoclastes.

Le concept de destruction créatrice s'est désormais banalisé (bien qu'il soit peut-être plus pressant que ne le pensent ceux qui usent de ce cliché). Ce qui est frappant, chez Schumpeter, c'est que son schéma de destruction créatrice tient dans un mouchoir de poche. Il occupe cinq pages dans une édition standard, de 430 pages, de *Capitalisme, socialisme et démocratie*, soit 1% à peine du livre. Le reste, qui porte sur les processus historiques et l'inévitabilité du socialisme, est plus important, en vue d'appréhender la trajectoire économique sur laquelle nous nous trouvons à l'heure actuelle.

Joseph A. Schumpeter est né en 1883 en Moravie, actuellement en République tchèque, mais qui faisait alors partie de l'Empire austro-hongrois. Il a obtenu un doctorat à l'université de Vienne, en 1903, sous la direction d'Eugen von Böhm-Bawerk, fervent adepte de Carl Menger, et l'un des premiers apôtres de l'école autrichienne d'économie.

Schumpeter a été professeur d'économie à Harvard de 1932 jusqu'à sa mort, en 1950. Il a mené une existence pittoresque : c'est probablement le seul économiste du XX^e siècle qui se soit livré à des duels. Thomas McCraw, son biographe, précise de lui : « Il disait souvent qu'il voulait être le plus grand économiste, amant et cavalier du monde. Puis arrivait la chute : cela ne se passe pas trop bien, avec les chevaux. »

Malgré ses études à Vienne et les conseils de Böhm-Bawerk, Schumpeter n'a pas adhéré à l'école autrichienne. Il adhérerait à une école d'économie plus ancienne, l'historicisme, développé

en Allemagne au XIX^e siècle. Cette école mêle histoire, politique et sciences sociales afin d'avoir une vision plus véridique de l'économie. Elle rejette la majeure partie des modèles mathématiques car les modèles sont spécifiques à des périodes et des lieux qui reflètent temporairement des situations économiques. En revanche, l'histoire fournit une perspective plus large, et révèle de façon plus précise l'élan motivant les actions humaines. Par-dessus tout, l'historicisme met davantage l'accent sur la réalité que sur l'abstraction.

Ce qui rassemble les adeptes de l'historicisme, ce ne sont pas leurs conclusions, qui varient énormément (au point de se contredire), mais plutôt leur raisonnement inductif, qui s'appuie sur l'observation minutieuse des processus à long terme, et sur les impressions retirées de cette observation. Walter Bagehot, Max Weber et Karl Marx font partie des premiers adeptes de l'historicisme. Schumpeter est le dernier représentant pur et dur de cette école, bien qu'Hyman Minsky, Alan Greenspan et Robert Solow, lauréat du prix Nobel, aient tous été très influencés par elle. Actuellement, la méthode inductive de l'historicisme et l'utilisation de l'histoire ont fait place aux équations des néo-keynésiens et à l'insistance autrichienne concernant l'influence de la monnaie.

Pourtant, les idées de Schumpeter sur la formation de capital grâce à l'entrepreneuriat, et son effet perturbateur sur les *business models* dominants – la destruction créatrice – semblent totalement en phase avec l'ère d'Amazon et de Netflix. Ce renouveau se produit à un moment où les théories autrichiennes sur la monnaie sont contrariées par la volatilité de sa vitesse de circulation, et où il s'avère que les modèles néo-keynésiens sont peu préparés à une nouvelle « trappe à liquidité » (*liquidity trap*). Il est plus que temps de faire ressortir Schumpeter des

bibliothèques et de rendre à l'approche historique ce qui lui est dû.

À l'heure actuelle, ceux qui prennent Schumpeter en considération s'intéressent pour la plupart à la microéconomie : l'analyse de l'entreprise et de l'individu. Un nouveau schumpetérien devrait prendre en compte sa perspective macroéconomique, y compris l'éclairage qu'il a apporté sur les dynamiques de la croissance mondiale. La perspective historique de Schumpeter, dont le champ est très large, apparaît comme un bon antidote face à la lente ingénierie sociale « pas à pas » de Karl Popper. La méthode de Schumpeter s'oppose au long cheminement entrepris par les DTS pour passer du statut de remède ponctuel à celui de monnaie mondiale. Schumpeter nous fait voir ces processus dans un contexte historique et prophétise leurs trajectoires.

Si la réputation de Schumpeter s'est assombrie à la fin du xx^e siècle, c'est en partie parce qu'il avait prédit que le socialisme supplanterait le capitalisme.

À cet égard, Schumpeter était d'accord avec Karl Marx, bien qu'il ait continuellement cherché des erreurs dans la théorie marxiste. Schumpeter disait, en particulier, que la théorie de la révolution de Marx était absurde : il disait avec malice que les révolutions n'étaient bénéfiques à personne d'autre qu'aux révolutionnaires.

Ce que Schumpeter admirait, à propos de Marx, ce n'était pas la précision de ses prévisions, mais sa méthode, qui étudiait l'ascension et la chute des classes à travers les siècles. En utilisant la méthode de Marx, Schumpeter a vu le socialisme progresser lentement et régulièrement – pendant un temps – côte à côte

avec le capitalisme, et fonctionner avec aisance au sein du cadre démocratique.

Si l'on considère la réussite du capitalisme, tout d'abord dans les années 1960 en Europe et au Japon, puis dans les années 1980 dans le cadre de la révolution Thatcher-Reagan, puis avec l'ascension de la Chine dans les années 1990 au son des incantations de Deng Xiaoping selon lesquelles « être riche est glorieux », on a du mal à croire à l'hypothèse socialiste de Schumpeter. Le triomphe du capitalisme du marché libre est si profondément ancré de Seattle à Shanghai que cette vision de Schumpeter concernant le socialisme semble totalement erronée.

Et pourtant, Schumpeter avait raison.

Pour Schumpeter, le socialisme, ce n'était pas la dictature du prolétariat mais un système économique dirigé par l'État, opéré par des élites qu'il appelait les « planificateurs », dans l'intérêt présumé des travailleurs. Selon cette vision, les gagnants étaient les planificateurs et les travailleurs. Les perdants étaient la bourgeoisie : ce que nous appelons la classe moyenne.

Schumpeter a eu une prémonition. Actuellement, la classe moyenne américaine a décroché, et les inégalités de revenu ont atteint des niveaux extrêmes, jamais enregistrés depuis les années 1920 et, avant cela, les années 1890. Comme l'avait prévu Schumpeter, la société s'est décomposée entre les élites et la classe ouvrière.

Aux États-Unis, le revenu moyen des ménages, mesuré en dollars constants de 2014, a atteint un pic de 57 843 \$ en 1999. En 2014, le chiffre équivalent ne s'élevait plus qu'à 53 657 \$, soit une chute stupéfiante de 7% en 15 ans. Les ménages moyens américains s'appauvrissent de jour en jour. Toutefois, cette

baisse ne s'est pas répartie de façon égale. À Washington (DC), le revenu moyen des ménages a augmenté de près de 25% au cours de ces 15 ans. Tandis que le reste du pays stagne, les habitants de la capitale s'enrichissent. Ce contraste montre que les élites réussissent à siphonner la richesse des Américains moyens via les taxes, les réglementations et les administrations parasitaires.

Une étude du McKinsey Global Institute, publiée en juillet 2016, et intitulée « Plus pauvre que leurs parents ? », indique que les tendances à l'inégalité des revenus ne se cantonnent pas aux États-Unis. On les retrouve en général dans les économies développées, de l'Europe de l'Ouest à l'Australie. Voici ce qu'indique cette étude :

Le débat concernant la montée de l'inégalité au sein des économies avancées s'est focalisé sur le fait que l'accroissement des revenus et de la richesse reviennent de façon disproportionnée à ceux qui gagnent le plus d'argent.

Dans cette étude, nous nous intéressons à un aspect qui retient moins l'attention : les ménages des économies développées dont les revenus n'ont pas progressé par rapport à ceux de leurs semblables autrefois.

En étudiant cette question de trois manières différentes, nous avons découvert que leur nombre avait considérablement augmenté.

Entre 65 et 70% des ménages vivant dans 25 économies avancées, soit l'équivalent de 540 à 580 millions de personnes, se situent dans des catégories de revenu dont les revenus réels (issus du travail et des rentes) ont stagné ou bien baissé en 2014, par rapport à 2005.

À titre de comparaison, entre 1993 et 2005, moins de 2%, ou moins de dix millions de personnes, se trouvaient dans cette situation.

Les dispositifs publics ainsi que la réduction des taux d'imposition ont réduit l'effet exercé sur le revenu net disponible :

20 à 25% des ménages se situaient dans des catégories de revenu dont le revenu disponible stagnait ou bien avait baissé entre 2005 et 2014, par rapport à moins de 2% entre 1993 et 2005.

Autrement dit, les revenus de la classe moyenne stagnent alors que les plus riches deviennent encore plus riches. Le socialisme, sous forme de transferts d'argent public, en a atténué l'impact, mais en partie seulement. C'est exactement ce que Schumpeter avait prédit : une montée du socialisme, non par la révolution, mais plutôt de façon furtive, en recourant à la richesse capitaliste pour soudoyer la classe ouvrière tout en écrasant la bourgeoisie.

Cette étude de McKinsey met en exergue la chose suivante, à propos de ces transferts d'argent public socialistes :

La jeune génération actuelle risque de se retrouver plus pauvre que celle de ses parents.

La plupart des catégories de population ont vu leurs revenus stagner ou baisser entre 2002 et 2012, mais les jeunes travailleurs, moins qualifiés, ont été plus durement touchés ...

Les mesures gouvernementales et les pratiques sur le marché de l'emploi ont permis de déterminer l'étendue de la stagnation ou de la baisse des revenus.

En Suède, par exemple, où le gouvernement est intervenu afin de préserver les emplois, les revenus issus du travail et des rentes ont baissé ou stagné pour seulement 20% de la population, alors que le revenu disponible a progressé pour presque tout le monde.

Aux États-Unis, pour 81% des catégories de revenu, les taxes et les transferts d'argent publics ont transformé la baisse des revenus issus du travail et des rentes en augmentation du revenu disponible pour presque tous les ménages.

La stagnation ou la baisse des revenus de la majorité de la population pourrait réduire la croissance et augmenter les besoins en dépenses sociales.

Cela peut également avoir des conséquences sociales ...

Les tendances à long terme, aussi bien démographiques que liées à l'emploi, vont continuer de peser sur la progression des revenus.

Même si les économies renouent avec leur trajectoire historique de forte croissance, nous estimons que 30 à 40% des catégories de revenu n'enregistreront peut-être aucune progression au cours de la prochaine décennie si des changements tels que l'automatisation du travail s'accélèrent.

Si le contexte de ralentissement économique de 2012-2015 persiste, il se pourrait qu'au sein des économies avancées, 70 à 80% des catégories de revenu voient leurs revenus issus du travail et des rentes stagner ou baisser jusqu'en 2025.

Schumpeter avait remarqué qu'il était absurde de payer des travailleurs 40 000 \$ par an pour que l'État leur prélève ensuite 10 000 \$ d'impôts. Pour l'État, il est plus efficace de payer un travailleur 30 000 \$. Le revenu net du travailleur ne change pas, et on élimine ce simulacre de salaire privé et d'impôt public,

qui est inefficace. Cette suggestion de Schumpeter reprend vie dans les propositions de revenu minimum garanti défendues sous différentes formes par Bernie Sanders, à gauche, et Charles Murray à droite. Le développement de l'aide alimentaire, des prestations d'invalidité, de l'Obamacare, de Medicare, et le crédit d'impôt sur le revenu, constituent autant de moyens de maintenir des revenus, preuve d'une évolution vers un véritable socialisme.

Schumpeter disait que la démocratie n'était pas une idéologie au sein de laquelle on satisfait la volonté des gens. Au contraire, c'est un processus selon lequel les élites se font concurrence pour occuper les postes de dirigeant. Une fois les élections passées, les électeurs sont ignorés, et les élites ayant remporté la victoire mettent en œuvre des plans conçus à l'avance. Les États-Unis, ainsi que d'autres démocraties, tiennent des élections et, pourtant, les prestations sociales et la bureaucratie enflent indépendamment des résultats électoraux.

Et puis il y a la Chine, deuxième économie mondiale, officiellement communiste, et qui utilise pourtant un modèle de capitalisme d'État que Schumpeter qualifiait de socialiste. Schumpeter a indiqué clairement que le socialisme fonctionne parfaitement bien avec ou sans institutions démocratiques. En adéquation avec la perception de Schumpeter selon laquelle une démocratie est un vecteur via lequel les planificateurs interviennent à tour de rôle, ce qui importe, sur le plan économique, ce n'est pas le fait de voter mais celui de planifier. Toutes les principales économies du monde, à l'heure actuelle, sont planifiées soit par un comité central, soit par une banque centrale.

Les héros du capitalisme de la Silicon Valley sont entrepreneurs à la manière dont Schumpeter envisageait

l'entrepreneuriat avant l'invention de l'ordinateur. Pourtant, Schumpeter n'assimilait pas l'entrepreneuriat au capitalisme. Il pensait que les entrepreneurs joueraient toujours un rôle, sauf dans les contextes les plus répressifs. Il ne voyait aucune contradiction entre l'entrepreneuriat et le socialisme car un entrepreneur qui réussit intègre facilement la classe de l'élite, aux côtés du politicien et du planificateur.

La volonté de délocaliser ou d'automatiser la production, que manifeste l'entrepreneur moderne, a décimé la classe moyenne, fourni aux travailleurs des loisirs bon marché, et octroyé d'immenses richesses aux élites. C'est la classe moyenne, celle que Schumpeter et Marx appelaient la bourgeoisie, qui disparaît, et non les entrepreneurs.

Schumpeter a diagnostiqué le déclin du capitalisme avec une précision troublante. Il ne voyait pas ce déclin comme quelque chose qui allait se produire du jour au lendemain, mais plutôt comme un processus qui se déroule par étapes et qui mène à une demande globale inadéquate, ce qu'il appelait le « stagnationnisme ». En 1946, Schumpeter écrivait :

Une gestion d'entreprise réussie dépend ... bien plus de la capacité à traiter avec les leaders syndicaux, les politiciens et les responsables publics, que de la capacité à entreprendre au sens propre du terme.... L'homme d'affaires qui est continuellement dérangé ... car il doit se présenter devant tel ou tel comité, n'a plus la ressource pour gérer ses problèmes techniques et commerciaux.

Et Schumpeter a parfaitement anticipé la Réserve fédérale moderne, lorsqu'il écrit que « l'entreprise ne peut faire ce pour quoi elle a été créée lorsque ses principaux 'paramètres d'action' (salaires, prix, intérêts) sont transférés à la sphère politique

[où] ils sont... traités conformément aux idées de quelques planificateurs ».

Schumpeter a résumé le dénouement qu'allait connaître le capitalisme dans le pronostic qu'il a donné concernant la fin du XX^e siècle :

Des troubles sociaux, la réglementation des prix, une fiscalité irrationnelle et un gouvernement empoisonnant peuvent très bien produire sur le revenu et sur l'emploi des résultats qui ressembleront exactement à une vérification de la théorie stagnationniste, et qui pourraient effectivement produire des situations où des dépenses financées par le déficit s'imposeront.

Nous pourrions même assister ... à des circonstances où les gens seront réticents à mettre en œuvre leurs décisions d'investissement... Quoique ce soit, ce sera un facteur dominant dans la situation sociale, pas seulement aux États-Unis, mais également dans le monde. Mais ce ne sera qu'au cours de la première moitié du siècle prochain, à peu près. Le diagnostic à long terme ... [à savoir le déclin du capitalisme et la montée du socialisme] ne sera pas affecté.

Schumpeter n'était pas un idéologue, et faisait encore moins l'apologie du socialisme. Il analysait de façon clairvoyante l'économie en tant que processus historique. Il n'avait aucune préférence pour le socialisme ; il disait simplement qu'il remplacerait inévitablement le capitalisme. Et c'est ce qui s'est passé dans une large mesure, bien que la plupart des gens ne l'ait pas remarqué. Selon Schumpeter, l'étape finale du remplacement du capitalisme par le socialisme intervient lorsque le gouvernement contrôle les capitaux. La mise en œuvre de la glace-neuf, au cours de la prochaine crise financière permettra d'y parvenir.

Schumpeter a laissé une synthèse glaçante de son travail sur le socialisme. Il a identifié une pente fatale suivant laquelle le socialisme se mue en fascisme une fois que la planification est établie, que les entreprises et le gouvernement sont entremêlés, et que les partis politiques sont homogènes. Il a vu que le fascisme est davantage une créature de gauche que de droite. Sa description de la Russie, dirigée par Staline au moment où il écrivait, s'applique carrément soixante-dix ans plus tard :

Le problème, avec la Russie, ce n'est pas qu'elle soit socialiste, mais qu'il s'agisse de la Russie ... une autocratie militariste, essentiellement, qui parce qu'elle gouverne via un seul parti sévèrement discipliné, et qu'elle n'admet pas la liberté de la presse, partage l'une des caractéristiques déterminantes du fascisme, et exploite les masses au sens marxiste du terme.

Enfin, Schumpeter avait anticipé une méfiance vis-à-vis de la guerre, telle qu'elle prévaut aux États-Unis, actuellement :

Lorsque le pays est violemment exalté par la propagande, il peut s'engager de façon active dans une suite d'ingérences par-delà les mers, ou bien les accepter.

Mais il s'en lasse rapidement, et en ce moment c'est le cas ...

Laissez la Russie avaler un ou deux pays de plus, et alors ?

Il serait exagéré de qualifier Schumpeter de théoricien de la complexité : il est mort dix ans avant qu'une branche des sciences physiques ne découvre la théorie de la complexité. Pourtant, son opinion concernant les processus historiques convient bien aux périodes de temps prolongées, sur lesquelles la théorie de la complexité possède le plus grand pouvoir explicatif. La complexité fournit des modèles permettant de comprendre la construction lente et régulière de réseaux très

denses qui, soudain, s'effondrent de façon catastrophique. Les failles sismiques, les forêts et les marchés financiers sont autant de réseaux dynamiques au sein desquels les systèmes peuvent sembler stables jusqu'à ce que tout soit détruit par un séisme, une explosion ou un krach survenant brutalement. Les théoriciens de la complexité savent qu'une stabilité apparente dissimule la montée des tensions.

L'avènement et la chute des civilisations est le plus bel exemple de théorie de la complexité rapportée aux relations humaines. La façon dont Schumpeter envisage l'avènement et la chute du capitalisme, si elle ne s'intéresse pas à une civilisation spécifique, représente le type d'étude auquel la théorie de la complexité peut apporter de précieux outils. Schumpeter rejetait les modèles keynésiens en raison de cet artifice consistant à considérer que la plupart des variables sont constantes, tout en recourant à des fonctions monotones pour isoler l'une d'elles comme étant « la cause » du phénomène étudié. Aujourd'hui, un mélange de vision à long terme schumpétérienne et une colossale puissance de calcul digne du XXI^e siècle – ce dont ne disposait pas Schumpeter – permettent de déployer rapidement des fonctions récursives et de simuler les actions humaines via l'automate cellulaire. Schumpeter aurait certainement porté un regard bienveillant sur ces efforts représentant un simulacre raisonnable de ses méthodes historiques approfondies.

La société peut utiliser les travaux de Schumpeter avec les nouveaux outils de la théorie de la complexité afin de surveiller la montée du socialisme et du fascisme, qui ne font qu'un.

Les nouveaux prétoriens

Dans la Rome antique, la garde prétorienne était une unité militaire d'élite qui assurait la protection rapprochée des empereurs. La façon dont elle a évolué peut servir d'avertissement.

À l'origine, les prétoriens gardaient le lieu où résidait le commandant lorsqu'il était en campagne. Le nom « prétorien » vient de « préteur » (du latin *praetor*), magistrat romain ; sa tente s'appelait « le prétoire » (du latin *praetorium*). Vers la fin de la République de Rome, Jules César avait ce type de garde. Au fil du temps, la garde prétorienne s'est développée. Elle était composée des troupes d'élite les mieux équipées, et triées sur le volet par le commandant.

La présence d'une garde personnelle sur le champ de bataille n'était pas un problème. Les conflits sont apparus lorsque le commandant est retourné à Rome après une campagne militaire victorieuse. La République de Rome interdisait la présence de troupes à l'intérieur de Rome. Jules César ignora volontairement ce tabou. Il amena sa garde avec lui lorsqu'il traversa le Rubicon, en rentrant à Rome en 49 av. J.-C. Il fit la remarque suivante : *alea jacta est* : les dés sont jetés.

César entra dans Rome avec sa garde rapprochée en janvier 49 av. J.-C. Cet acte d'insurrection mena rapidement à la guerre civile, à l'assassinat de César, à la chute de la République de Rome, et à l'émergence d'un Empire romain, sous le règne d'Auguste. C'est Auguste qui établit formellement la garde prétorienne, fondée sur cette ancienne tradition de garde rapprochée. Ses effectifs furent établis à neuf mille hommes, soit l'équivalent d'une division au sein de l'armée moderne. Auguste stationna

l'essentiel de la garde à la périphérie de Rome, par égard pour les traditions, mais conserva certains effectifs en mission active à l'intérieur de la ville : en fait, ce furent les premières forces de police.

Au début de la première période après Jésus-Christ, le rôle de la garde prétorienne évolua : elle n'assurait plus la garde rapprochée des empereurs, elle les choisissait. Elle assassinait des empereurs de sa propre initiative ou sur ordre des élites, notamment lors de complots ourdis par des sénateurs. Les prétoriens mettaient en place de nouveaux empereurs, qu'ils avaient parfois choisis eux-mêmes, ou parce qu'ils avaient été soudoyés par d'ambitieux carriéristes. Le symbole prétorien est encore visible à l'heure actuelle : le casque romain festonné de rouge orne les insignes de la garde d'honneur des présidents américains.

Mais l'héritage de la garde prétorienne est plus que symbolique. Les États-Unis ont rapidement évolué du stade de république à celui d'un pays où l'armée et la police militarisée agissent sous les ordres du département de la Justice, sous la direction politique de la Maison-Blanche, avec l'aide de renseignements high-tech et de logiciels Big Data qui ciblent les citoyens en fonction de croyances politiques ou sociales.

La république américaine idéale n'est rien d'autre qu'un confortable mythe, à l'heure actuelle : de nouveaux gardes prétoriens sont là, dans l'enceinte de la ville, au service des élites. La plupart des citoyens n'en ont pas conscience car ils font volontiers ce qu'on leur dit de faire. D'autres honnêtes citoyens en ont bien conscience, eux, car ils subissent des coups de matraques, des fouilles au corps, des impulsions électriques de Taser, des portes défoncées, des perquisitions sans mandat, ou bien sont victimes de « poursuites sélectives ».

L'ampleur de cette nouvelle pénétration prétorienne n'est pas perçue partout car elle est très sélective. Comme les troubles sociaux ne sont pas répandus, la répression ne l'est pas non plus. Les actions se déroulent sur le plan local, comme dans ces cas où des SWAT⁴⁶ ont détruit le visage d'enfants avec des grenades flash-bang, mais aussi lorsque Dinesh D'Souza et David Petraeus, par exemple, ont fait l'objet de poursuites ciblées. Pour que la nouvelle garde prétorienne débarque en force, il faudra un embrasement social, un effondrement financier, un gel de type glace-neuf, une hyperinflation et des confiscations, ou encore des émeutes financières.

Cet aperçu dystopique repose sur quatre piliers : la criminalisation du comportement quotidien, la politisation de la justice, la militarisation de la police, et la numérisation du renseignement. La quête de pouvoir de l'élite n'a rien de nouveau : elle est inscrite dans la nature humaine. La nouveauté, c'est qu'il existe désormais des moyens lui permettant de parvenir à ses fins.

Harvey Silverglate a bien saisi la criminalisation du quotidien dans son livre intitulé *Three Felonies a Day: How the Feds Target the Innocent*⁴⁷.

Un cadre moyen débordé se lève le matin, dépose ses enfants à l'école, va travailler, utilise son téléphone ou ses e-mails, participe à des réunions, travaille sur un prospectus ou un prêt bancaire, rentre à la maison, met les enfants au lit, dîne, lit le journal, va dormir, et n'a aucune idée qu'au cours de la journée, il a probablement commis trois délits.

46 Équivalent des groupes d'intervention de type RAID ou au GIGN, en France

47 Littéralement, Trois délits par jour : comment l'État cible les innocents

Trois délits qu'un procureur ambitieux et créatif peut sélectionner parmi les activités de sa journée en vue de l'inculper.

Silvergate ne se livre pas à des spéculations. Ce sont les conséquences de l'énorme progression des lois pénales fédérales constatée au cours de ces dernières décennies. Si les citoyens affichent une apparente sérénité, en ce qui concerne la criminalisation, c'est soit par ignorance, soit parce qu'ils pensent ne pas être des criminels. De la Déclaration d'indépendance de 1776 à très récemment, le champ de la loi pénale fédérale est resté restreint, et cohérent avec les pouvoirs limités du Congrès, tels que précisés dans la Constitution. Jusqu'en 1920, la loi pénale se concentrait essentiellement sur la trahison, la contrefaçon, l'insurrection et la justice militaire, le tout relevant du gouvernement fédéral.

Au début des années 1920, les lois pénales fédérales ont été étendues en raison des cambrioleurs de banques et des kidnappeurs qui s'enfuyaient d'un État à l'autre, de la codification de la fiscalité dans le prolongement du XVI^e amendement, de l'évasion fiscale et de la prohibition de l'alcool. Le précurseur du FBI a été créé en 1908. Il se nommait le Bureau of Investigation et a assuré un rôle plus agressif en 1924 lorsqu'un nouveau directeur a été nommé : J. Edgard Hoover. Hoover a inauguré l'ère de « l'ennemi public », ciblant des criminels hauts en couleur tels que John Dillinger, George « Machine Gun » Kelly, et Al Capone. C'est l'ordre donné par Hoover à ses agents, « de tirer pour tuer », qui a provoqué la mort du cambrioleur de banque, Dillinger, en 1934. C'est pendant la période d'Hoover que le FBI a commencé à recourir énormément aux écoutes.

À la fin des années 1930 et 1940, on a également assisté à une nouvelle extension des lois pénales fédérales, conformément à l'énorme *Commerce Clause* élaborée par la Cour Suprême. Cette

pression judiciaire est apparue dans les affaires suivantes, votées à 5 voix contre 4 : West Coast Hotel contre Parrish (1937), une décision à 5 voix contre 4, et United States contre Darby Lumber Co. (1941), qui ont respectivement autorisé la réglementation des contrats privés État par État, et celle du commerce par le pouvoir fédéral, dans le cadre des pouvoirs régaliens de l'État. Une fois que la réglementation du commerce a été permise au niveau des États, les outils d'application du droit pénal ont rapidement suivi. Le FBI d'Hoover, désormais plus puissant que jamais, a compilé les noms des cibles qui devaient être incarcérées dans des camps de concentration américains, en 1942. À l'époque, on a appelé cela la « relocalisation » – un euphémisme.

Dès les années 1970, l'intrusion fédérale était omniprésente dans l'utilisation des sols, les pratiques liées à l'emploi, la santé, la banque, l'investissement, l'éducation, les transports, les activités minières, la production, l'énergie, et d'autres sphères. Chaque programme de réglementation civile s'accompagnait d'une application pénale.

Une fois que les lois pénales fondamentales furent augmentées de lois liées aux conspirations, aux déclarations et aux faux témoignages, le tableau fut complet.

Silvergate n'exagère pas, lorsqu'il estime que trois délits sont commis chaque jour.

Pourquoi les procureurs visent-ils les citoyens ordinaires ? La réponse se trouve dans la *politisation* de la justice. La guerre de Nixon-Reagan-Clinton contre la drogue, celle de Bush contre la terreur, et celle d'Obama contre son ennemi idéologique, le Tea Party, illustrent à quel point l'application de la loi ne s'est plus cantonnée à l'administration de la justice et au maintien

de l'ordre public. Le code pénal est désormais une matraque confiée aux commissaires politiques.

Les gouvernements Nixon, Reagan et Clinton ont tous mobilisé d'importantes ressources, en termes de police, d'armée et de poursuites pénales, afin d'éradiquer les plantations de cannabis, et d'attaquer son usage pour raisons médicales, le tout sur la base de calculs politiques visant à afficher une attitude implacable vis-à-vis du crime. En fait, le commerce du cannabis fonctionnait comme un marché noir traditionnel satisfaisant les besoins d'une consommation prohibée par l'État. Le cannabis ne menaçait pas la sécurité nationale ni l'ordre public. Aujourd'hui, l'usage de cette drogue est largement accepté, et légal dans certaines juridictions. L'usage du cannabis est un thème légitime en termes de débat public. Nixon, Reagan et Clinton ne s'intéressaient pas au débat, ils s'intéressaient aux votes.

Les guerres exigent la *militarisation*. La guerre contre les drogues n'y échappe pas. Le recours à l'armée américaine pour assurer le maintien de l'ordre sur le territoire national doit être autorisé par la chaîne de commandement militaire, y compris le président. Les autorités locales n'ont pas le droit de demander à l'armée américaine d'effectuer des missions de police, conformément au *Posse Comitatus Act* de 1878.

Comme les maires ne pouvaient détacher l'armée, ils ont militarisé la police. De la création des unités d'intervention (SWAT) à Los Angeles, dans les années 1960, au passage, en 1977, du *National Defense Authorization Security Act* et son tristement célèbre Programme 1033, jusqu'à ce jour, l'armée américaine fournit aux polices locales les gilets pare-balles, lunettes de vision nocturne, armes automatiques, lance-grenades, véhicules blindés, grenades de type flash-bang, et autres équipements

destinés au théâtre militaire. Les SWAT s'entraînent sur des bases militaires. Des vétérans revenus des guerres du Vietnam, du Koweït, d'Afghanistan, et d'Irak sont venus gonfler les rangs de la police. Entre 1980 et 2001, le nombre de raids de style paramilitaire ayant lieu chaque année aux États-Unis est passé d'environ 3 000 à 45 000 interventions.

Radley Balko, auteur de *Rise of the Warrior Cop*⁴⁸ décrit de façon frappante la véritable terreur ressentie par d'honnêtes Américains face à ces raids policiers de type militaire. Balko raconte notamment l'histoire d'Herbert Giglotto et de son épouse, Evelyn, un couple inoffensif vivant dans la petite ville de Collinsville, Illinois :

Peu après 21h30 . . . les Giglotto se réveillèrent au bruit d'un grand fracas... « Je me suis levé du lit, j'ai fait trois pas, j'ai regardé dans le couloir et [vu] des hommes armés arriver en courant et en hurlant, habillés comme des hippies et armés de pistolets. » Giglotto se tourna vers sa femme, qui était encore dans le lit, et lui dit : « Mon dieu, chérie, nous sommes morts. » « Ça, c'est vrai, fils de pute ! » a hurlé l'un des hommes.

Ensuite, ils se sont précipités dans la chambre : ils étaient quinze. L'un des hommes a jeté Giglotto sur le lit, lui a menotté les mains dans le dos et plaqué une arme contre la tempe.

« Tu bouges, t'es mort », lui a-t-il dit. Ensuite, il a fait un geste en direction d'Evelyn Giglotto. « C'est qui cette pute, dans le lit ? »

« C'est ma femme. »

...

48 Littéralement, « l'avènement du policier soldat »

« Tu vas mourir si tu ne nous dis pas où est la drogue ».
Giglotto implora : « S'il vous plaît, avant de nous abattre, vérifiez mon identité dans mon portefeuille. Parce que je sais que vous n'êtes pas au bon endroit ».

Quelques secondes plus tard, quelqu'un cria depuis les escaliers : « On s'est trompés ».

Les hommes libérèrent les Giglotto et commencèrent à sortir. Herbert enfila tant bien que mal un pantalon et courut derrière eux pour en savoir plus. Il leur cria : « Pourquoi avez-vous fait cela ? »

L'homme qui lui avait braqué une arme sur la tempe répondit : « Mec, ferme ta gueule ».

Evelyn Giglotto était très contrariée car la police avait également jeté dehors les animaux de compagnie du couple : trois chiens et un chat... Lorsqu'elle demanda à la police s'ils avaient fait du mal aux animaux, l'un des hommes répondit : « Qu'ils aillent se faire foutre, vos animaux. »

Les Giglotto ont eu de la chance que leurs animaux aient survécu. En fait, des milliers de chiens appartenant à des victimes de raids – y compris dans les cas où il s'agissait d'une mauvaise adresse – sont tués sans raison. Balko raconte un autre exemple de raid effectué par erreur, en 2008, dans la maison de Kevin et Lisa Henderson dans le comté d'Howard, dans le Maryland :

La police est d'abord tombée sur le chien de la famille, un croisement de labrador et de rottweiler, âgé de douze ans et nommé Grunt... L'un des officiers a détourné l'attention du chien tandis qu'un autre lui tirait à bout portant dans la tête. Lorsque l'un des fils du couple a demandé pourquoi ils avaient abattu le

chien, l'un des officiers a pointé son arme sur la tête du garçon et lui a dit : « Je te fais sauter la tête si tu continues à parler. »

Les raids individuels ont désormais évolué en raids collectifs, de type rafle. Balko rapporte le récit d'un témoin ayant assisté à de nombreuses rafles menées par les SWAT :

*« Ils arrivent en hélicoptère, façon armée, façon SWAT », ...
« Dans les appartements où j'étais logé, dans le cadre des projets, de nombreux enfants jouaient dehors. Ils s'en fichent. Ils jettent les enfants à terre et leur braquent des armes sur la tête. Ils défoncent les portes. Ils s'en fichent totalement. »*

Aux États-Unis, l'extension du pouvoir de la police ne se limite pas aux SWAT et aux raids de type commando. Les abus sont visibles tous les jours, dans les rues, où les tactiques de « stop and frisk⁴⁹ » ont contaminé le système financier, permettant de ponctionner les pauvres en recourant à la violence de l'État.

Dans le quartier extrêmement pauvre de Bedford-Stuyvesant à New York, la police maltraite quotidiennement des citoyens sur la base de vagues soupçons, puis procède à des fouilles, à la recherche d'armes. Parfois, elle en trouve quelques-unes. Souvent, elle ne trouve rien. Pour justifier un assaut dépourvu de fondements, la police menotte la victime, la jette dans un fourgon de police, procède à une fouille au corps et lance des citations à comparaître fondées sur un délit choisi parmi une multitude d'autres, et se résumant au simple fait de se tenir impunément sur un trottoir.

49 « Interpellation et fouille »

Du point de vue de la victime, ce *stop and frisk* s'apparente plutôt à du *smash and strip*⁵⁰ étant donné la brutalité des assauts et le recours à la fouille au corps. Le *stop and frisk* incarne la mentalité « nous contre eux », des SWAT, sur un plan moins spectaculaire mais pourtant plus généralisé.

Matt Taibbi, auteur de *The Divide : American Injustice in the Age of the Wealth Gap*, raconte un cas typique, celui d'Andrew Brown résidant à Bedford-Stuyvesant :

Un jour, il rentrait chez lui après un cours de conduite, et se trouvait à moins de 50 mètres de chez lui, lorsque quelqu'un l'agrippa par derrière. « Qu'est-ce qui se passe ? Je n'ai rien fait ! », cria-t-il, et en un éclair, deux inspecteurs en civil le saisirent de chaque côté et le plaquèrent contre une sorte d'échafaudage...

« Qu'est-ce que j'ai fait ? », demanda Andrew.

« Tu corresponds à la description », répondit l'un des policiers.

Andrew savait bien qu'il était inutile de demander quelle description. « Dans le quartier, tout le monde correspond à la description », explique-t-il...

Et donc ils l'emmenèrent au poste de police, où il subit la procédure, une fouille au corps, puis se vit remettre une citation à comparaître pour trouble à l'ordre public. Code pénal de New York, article 240.20, sous-section 5 : « Entrave à la circulation des piétons ». Autrement dit, il a été arrêté car il se tenait sur le trottoir.

Dans des cas tels que celui d'Andrew Brown, la citation peut coûter 500 \$ alors que l'arrestation est de toute évidence inconstitutionnelle. Mais les victimes sont pauvres. Elles n'ont

50 « Des coups et un déshabillage »

pas les moyens de payer l'amende de 500 \$; encore moins les 1 000 \$ que coûte un avocat, les journées de travail perdues, et le coût de transport pour assister aux audiences au tribunal et demander justice. De nombreuses victimes ont des situations professionnelles précaires, dès le départ. Les perturbations engendrées par ce ciblage de la police suffisent à leur faire perdre leur emploi, à abandonner des sessions de formation, ou à retomber dans le piège de la pauvreté dont elles tentaient de sortir. Alors elles payent l'amende et se retrouvent avec un casier judiciaire, au passage. Cela les pénalise financièrement, et le casier judiciaire réduit leurs chances de trouver un emploi.

Dans ce type de situation, l'État n'aura peut-être jamais besoin de prouver le bien-fondé de ces actions. Taibbi explique les rouages financiers d'une visite au tribunal, à Brooklyn. Il commence avec le fait que de nombreux défendeurs accusés de crimes fabriqués de toutes pièces ne peuvent être libérés sous caution :

Si vous vous faites arrêter pour un délit mineur de catégorie B à New York... vous vous exposez à une peine de 15 à 90 jours d'emprisonnement. Mais si vous ne pouvez pas être libéré sous caution, vous passez automatiquement cette période en prison, en attente du jugement.

L'État le sait bien. Par conséquent, accuser d'un délit mineur de catégorie B une personne qui ne peut être libérée sous caution revient à la condamner. L'accusation est portée contre vous, le juge fixe une caution élevée, vous retournez en prison et plaidez ensuite pour que la peine corresponde à la durée de la détention provisoire. Et pourquoi pas ? Vous avez déjà effectué cette peine.

La seule différence, c'est qu'à présent, vous avez une condamnation...

Étant donné le coût de la caution et le délai en attente de jugement, les victimes plaident coupables au lieu de contester les fausses accusations. Taibbi poursuit :

Vous ne payez pas une amende pour ce que vous avez fait, vous remarquerez, mais simplement parce que vous savez que vous paieriez beaucoup plus cher si l'État décide de créer des difficultés et de maintenir ses poursuites bancales.

C'est l'essence même de la justice par l'usure. C'est comme une partie de poker. Après l'arrestation, l'accusé n'a qu'un jeton devant lui. Mais l'autre joueur, l'État, dispose d'une immense pile de jetons. Vous jouez, ou vous vous « couchez » ? La plupart des gens se couchent.

Ces calculs financiers n'inspireraient aucune sympathie si les accusés étaient impliqués dans des crimes violents. Mais ce n'est pas le cas. Dans de nombreux cas, non seulement les allégations n'impliquent pas de violence, mais en plus elles ne sont même pas sérieuses. Un homme fumant une cigarette à l'extérieur d'un bâtiment, la nuit, est accusé « d'obstruer le trottoir », même s'il n'y a personne aux alentours. Une femme portant une robe moulante est accusée de « maraudage en vue de commettre un délit de prostitution ». Dans de nombreux cas, il n'y a ni obstruction, ni prostitution, simplement de pauvres gens s'occupant de leurs propres affaires, dans leur quartier, au moment où la police vient rôder à la recherche de victimes lui permettant de remplir ses objectifs d'arrestation et de recettes financières.

Ces méthodes policières sont véritablement une forme de taxation des pauvres en vue d'alimenter le budget municipal. Cela a été révélé, fin décembre 2014, lorsque la police de New York a temporairement cessé ces pratiques afin de protester

contre le meurtre des officiers Rafael Ramos et Wenjian Liu, abattus par un tireur isolé de Baltimore, Ismail Brinsley, alors qu'ils étaient dans leur voiture de patrouille. Au cours des semaines suivantes, à New York, les recettes provenant de ces assignations ont plongé. Mais la police de New York est restée vigilante en matière de lutte contre les crimes violents. La journaliste Dara Lind explique cette disparité :

Les données suggèrent que si la présence policière a baissé partout, le débrayage se manifeste surtout dans le domaine des crimes et délits mineurs. La police des transports, présente dans le métro, effectue très peu d'arrestations... Il semblerait que la division en charge de la surveillance des bâtiments sociaux ait également réduit ses arrestations de façon spectaculaire. Plus d'un tiers de la baisse des arrestations provient de ces deux seules catégories. Les arrestations concernant les délits très graves, en revanche, n'ont baissé que de 17%, par rapport à l'an dernier... Si le débrayage a davantage réduit le nombre de contraventions et d'assignations mineures que celui des arrestations, c'est parce que les contraventions représentent une source de revenus importante, pour la ville... Ce débrayage a déjà fait perdre des millions de dollars à la ville.

Le meurtre de ces policiers de New York est une affaire tragique, et la mobilisation de la profession est compréhensible. Mais cette chute des recettes a révélé involontairement ce qui motive les pratiques policières dans les quartiers pauvres. Les victimes de *stop and frisk* ne sont pas des tueurs de policiers. Ce sont de pauvres gens qui prennent l'air ou bien marchent dans la rue. Ces pauvres gens se retrouvent face à une police agissant *de facto* pour l'État en qualité de percepteur armé. Les pauvres en font les frais.

La confiscation de biens illustre également de façon flagrante comment la police assure cette fonction de percepteur des impôts armé. La police saisit des biens tels que des espèces, voitures, bateaux et maisons appartenant à des citoyens, *avant* même que ces derniers ne soient condamnés. La charge de la preuve incombe au propriétaire, qui doit démontrer son innocence afin de récupérer les biens saisis. Ce transfert de la charge de la preuve inverse la tradition « d'innocence jusqu'à preuve du contraire » présente dans la loi américaine.

Cette pratique de confiscation des biens est censée priver les trafiquants de drogue d'argent ou de moyens de transport qu'ils pourraient utiliser afin de poursuivre leurs activités criminelles en attendant d'être jugés. La confiscation des biens s'est métamorphosée en source de revenus que la police utilise pour financer les groupes d'intervention (SWAT) et acheter des véhicules blindés lui permettant de mener des raids toujours plus violents. Les patrouilles autoroutières sont désormais des bandits de grand chemin approuvés par l'État.

La confiscation des biens a débuté avec une loi passée en 1970, le *Comprehensive Drug Abuse Prevention and Control Act*, qui s'inscrivait dans la guerre contre la drogue menée au départ par le président Nixon. Les confiscations ont bondi après 1984, lorsque le Congrès a passé le *Comprehensive Crime Control Act*. Cette loi a créé un fonds de confiscations de biens, géré par le Département de la justice américain. Les espèces saisies ainsi que le produit de la vente des biens confisqués sont placés dans ce fonds. Le fonds attribut l'argent selon un plan de répartition équitable. Tous les participants aux enquêtes correspondantes ont droit à une part, que ce soit au niveau fédéral, de l'État, ou bien local. C'est une manne financière pour les municipalités ayant peu de moyens. Le fait de percevoir une part des

confiscations incite la police à arrêter des citoyens innocents dans le simple but de leur confisquer leurs biens.

Cheryl K. Chumley, auteur de *Police State U.S.A*⁵¹, y décrit une affaire classique, l'arrestation de Dale Agostini, résident du Maryland, en 2007 :

Agostini... traversait le Texas, au volant de sa voiture, avec sa fiancée et leur fils de seize ans, Amir, ainsi qu'un employé du restaurant d'Agostini... Ils étaient partis acheter de nouveaux équipements pour leur entreprise. Agostini transportait 50 291 \$ en espèces : c'est une grosse somme mais, selon lui, les commerçants accordent plus volontiers d'importants rabais aux acheteurs qui règlent en espèces...

Un officier de police leur a ordonné de se ranger sur le bas-côté... Il a trouvé les espèces, les a accusés de blanchiment d'argent, a arrêté les adultes et remis le garçon aux services sociaux. La police a également confisqué six téléphones portables, un iPod ainsi que la voiture que conduisait Agostini...

Agostini n'a jamais été condamné. Il a été relâché, ainsi que sa fiancée et son employé. Son enfant lui a été restitué, et il est sur le point de récupérer son argent, mais après avoir lutté des mois devant les tribunaux pour prouver qu'il l'avait gagné en toute légitimité avec son activité de restaurateur.

Agostini fait partie de ceux qui ont eu de la chance. Souvent, les victimes de confiscation de biens n'ont pas les moyens de prouver qu'elles en sont les propriétaires légitimes. Elles les abandonnent à l'État.

51 L'État policier américain

Dans le cadre d'une série primée, intitulée « Stop and Seize⁵² », le *Washington Post* a décrit la généralisation de ces confiscations abusives, privant d'innocents citoyens de leurs biens, intervenant en violation des droits de la défense, et dont le produit sert à alimenter les budgets de l'État et des villes afin d'acheter de nouvelles armes et de militariser les services de police. Aux États-Unis, cette pratique se nomme « policing for profit⁵³ ». Cette série décrit de quelle façon les services de police sont allés au-delà des confiscations aléatoires et ont eu recours à des opérations du renseignement afin de cibler des civils ayant le plus de chances de transporter de l'argent. Ce ciblage ne s'est pas limité aux trafiquants de drogue. Au contraire, la police a recouru à des techniques de *data mining* pour cibler des civils innocents, notamment une population blanche défavorisée, en plus des cibles habituelles au sein de la population noire.

La confiscation de biens à but lucratif s'est tellement répandue qu'une entreprise privée appelée Black Asphalt Electronic Network & Notification System a été créée pour former la police et lui fournir une assistance technique en matière de confiscation d'espèces et d'autres biens. Black Asphalt a créé un réseau social appelé The Brotherhood, qui sponsorise des concours annuels pour que les officiers de police saisissent plus d'espèces. Le gagnant du concours est nommé Chevalier Royal. Cette référence à la royauté est involontairement révélatrice. Ce prix du Chevalier Royal est un hommage aux pratiques confiscatoires utilisées dans le passé : ces mêmes pratiques auxquelles la Constitution américaine était censée couper court. Les services de Black Asphalt sont utilisés par les polices

52 « Arrêter pour confisquer »

53 « Missions policières à but lucratif »

locales, le département de la Sécurité intérieure des États-Unis ainsi que d'autres services fédéraux.

Dans un reportage concernant Desert Snow, une société de formation affiliée à Black Asphalt, le *Washington Post* révèle cette fusion de la police publique et privée visant à « profiler » et intimider les conducteurs :

Moyennant la modique somme de 590 \$ par personne, Desert Snow propose des ateliers de trois à quatre jours offrant des cours et une formation pratique « aux techniques de conversation avec les conducteurs » et à « l'art et la manière de saisir des espèces au bon moment ». La société organise ses formations dans des salles de conférence d'hôtels. Selon un tarif publié par l'État du New Jersey, son atelier de perfectionnement sur trois jours, intitulé « identification & appréhension de véhicules professionnels, de criminels et de terroristes » coûte 145 000 \$ pour 88 participants.

La confiscation d'espèces s'est tellement généralisée que le département de police de Washington (DC) « a budgétisé des millions de dollars sur les recettes anticipées correspondant aux saisies d'espèces et de biens, alors même que les lignes directrices fédérales indiquent que 'les services ne devraient pas s'engager' à l'avance sur ce type de dépenses... » selon le *Washington Post*.

On justifie les programmes de confiscation au nom de la guerre contre la drogue et le terrorisme. En fait, il s'agit d'une guerre contre les citoyens. Même si l'on freine certaines de ces pratiques, la formation, l'état d'esprit et les moyens seront prêts pour être utilisés lorsque les espèces seront prohibées, ou en réaction à des émeutes financières.

La numérisation de la surveillance est la dernière flèche du carquois de cette nouvelle garde prétorienne et de ses chefs

politiques. La perte de confidentialité résultant de l'explosion du *cloud* et des médias gratuits fournis par Google et Facebook est admise. Les secrets intimes d'un utilisateur sont régulièrement sondés par ces sociétés. Le fait que certaines politiques de confidentialité interdisent la divulgation à des tiers, ne signifie pas que les sociétés ne se servent pas elles-mêmes des données, ou qu'elles ne les divulguent pas au gouvernement. Google conserve une trace de tous les sites Internet que vous consultez, que vous effaciez ou non l'historique de vos navigations. La plupart des utilisateurs d'internet en sont conscients.

Ce que l'on ne cerne pas trop, c'est l'interconnexion entre le gouvernement et les services privés du Web, ainsi que l'application d'une puissance de traitement colossale et d'algorithmes Big Data permettant de cibler les citoyens en temps réel. Le fait que Google, Apple et Facebook affirment que la vie privée est protégée est parfaitement risible. Le gouvernement détient tous les pouvoirs exécutifs lui permettant d'exiger que ces sociétés lui remettent les données en réponse à une situation d'urgence, notamment un effondrement financier. En situation d'urgence, les agents du gouvernement peuvent accéder aux données privées en quelques minutes.

Les logiciels de reconnaissance faciale numérique sont plus fiables que les techniques de prise d'empreintes. La plupart des citoyens protesteraient si l'on prenait leurs empreintes chaque fois qu'ils sortent. Pourtant, l'équivalent numérique se produit lorsque vous êtes filmé par des caméras vidéo en circuit fermé dans les centres commerciaux, les banques et les supermarchés.

Des scanners vidéo sont placés dans des bâtiments, le long des autoroutes et dans les rues. Ces scanners filment les visages, les plaques d'immatriculation, les marques et les modèles de voiture. Les conducteurs apprécient le côté pratique des

systèmes de péage automatique, mais ne se rendent pas compte que chaque borne de télépéage E-ZPass est désormais un poste de surveillance numérique et un point de détection.

Le système de surveillance E-ZPass s'appuie sur une technologie d'identification par radiofréquence (RFID). Votre étiquette E-ZPass est munie d'un transmetteur qui diffuse les informations vous concernant, lesquelles sont lues par un scanner installé en hauteur, au niveau de la borne de péage. À présent, les gouvernements installent des scanners et des caméras partout sur les routes pour collecter la même information. L'association new-yorkaise New York Civil Liberties a découvert récemment que la ville et l'État de New York installaient des scanners dans différents endroits afin de localiser les citoyens. Ces scanners ne sont pas des péages. Ils incarnent de façon inacceptable l'omniprésence de la surveillance orchestrée par l'État.

Cette surveillance permanente ne se limite pas aux caméras vidéo et aux cartes E-ZPass. Les téléphones portables et les cartes de crédit sont munis d'une variante de la RFID, appelée « communication en champ proche » (« NFC », pour *Near Field Communication*) permettant de radiodiffuser vos activités vers les scanners. Chaque fois que vous utilisez votre carte de crédit, une empreinte numérique de l'endroit où vous vous trouvez est enregistrée. Le signal GPS de votre smartphone indique où vous vous trouvez entre différents points de vente. Le gouvernement peut accéder à ces informations via des moyens de récupération qui ne sont pas conformes à la notion de motifs raisonnables qu'exige le IV^e amendement.

L'étape suivante, ce sera la voiture sans conducteur, promue par Google, Tesla et Volkswagen, entre autres. Ces voitures sans conducteur ne sont pas dépourvues de conducteur : le conducteur n'est pas humain, simplement. Le véritable

conducteur est un réseau d'algorithmes, d'instruments de localisation GPS et de robotique. Ces systèmes sans conducteurs sont soumis à la surveillance du gouvernement. À l'avenir, les gouvernements transporteront les opposants politiques vers les centres de détention en demandant au logiciel de verrouiller les portes de la voiture, et d'emmener son occupant en détention.

Les populations pauvres subissent le *stop and frisk*. La classe moyenne subit la confiscation des biens. Les élites s'opposant au régime subissent des poursuites judiciaires « à la tête du client ». Personne ne peut y échapper car pour un État de la réglementation, tout le monde est criminel, tout le monde peut faire l'objet d'une surveillance. La seule question est de savoir si votre heure est venue.

Ceux qui doutent que la puissance de l'État soit utilisée à des fins de persécution politique devraient réfléchir au procédé selon lequel des militants du Tea Party ont fait l'objet d'un ciblage de l'administration fiscale, aux mains de Lois Lerner, après les élections de mi-mandat de 2010. Les opposants du Tea Party, qui ont acclamé ces pratiques, auraient dû savoir qu'un autre régime politique pourrait les cibler à leur tour, au moment opportun.

L'argent fait fi de l'idéologie. Lorsque le gel de type glace-neuf commencera, la gauche et la droite en seront victimes de la même façon. Si une résistance contre la glace-neuf apparaît, les groupes d'intervention seront prêts à intervenir. On peut compter sur ces nouvelles gardes prétorienne pour prendre leurs ordres auprès du gouvernement qui les paye, et non auprès des gens qu'ils sont censés servir.

Le nouveau fascisme

Le fascisme, ce n'est pas pour demain. Il est déjà là.

Le fascisme, force dominante au xx^e siècle, demeure l'un des régimes politiques en « -isme » les moins bien compris et les moins bien définis, car il n'est pas idéologique à la manière du communisme et du socialisme. Les fascistes adoptent certaines opinions, à différentes époques, mais elles sont incohérentes et souvent rapidement rejetées. Ce qui importe, pour les fascistes, c'est l'action continue et le contrôle que l'État exerce sur la vie des citoyens. L'État fasciste peut autoriser l'existence de certaines entreprises privées et associations, sous réserve qu'elles opèrent conformément à ses objectifs et se soumettent à sa surveillance. Si ces entités dévient des objectifs de l'État, cela peut aboutir à leur fermeture ou à l'impossibilité d'exercer.

La définition phare du fascisme vient de son père spirituel, Woodrow Wilson. En 1908, voici qu'il écrivait :

Le président est libre, conformément à la loi et à sa conscience, d'être le plus grand homme qu'il puisse être. C'est sa capacité qui fixe la limite ; s'il écrase le Congrès, ce ne sera pas de la faute des créateurs de la Constitution... mais uniquement parce que la nation soutient le président et non le Congrès.

Dans son livre intitulé *The State*⁵⁴, il ajoute : « Le gouvernement fait désormais tout ce que l'expérience autorise ou tout ce que l'époque exige. » Benito Mussolini, le dictateur italien, fait partie des leaders fascistes qui ont appliqué les écrits de Wilson. Sa devise était « Tout dans l'État. Rien en dehors de l'État ». Wilson et Mussolini ont créé le modèle dont se sont servis les

54 L'État

fascistes du xx^e siècle, notamment Adolf Hitler, Joseph Staline et Franklin Delano Roosevelt.

Pour comprendre le fascisme, il faut mettre de côté toute distinction établie par les médias entre gauche, droite, social-libéral et conservateur. Il existe encore des conservateurs et partisans du social-libéralisme, honnêtes et traditionnalistes, mais il s'agit d'une espèce en voie de disparition. Il vaut mieux situer les dirigeants sur un spectre allant du fascisme à la liberté. De ce point de vue, on voit que les « fascistes de droite » et les « fascistes de gauche » ne sont que des fascistes pratiquant l'exercice de l'État.

Tout le vernis idéologique de gauche et de droite, c'est pour la galerie.

Jonah Goldberg a amplement décrit dans son livre, *Liberal Fascism*, paru en 2008, ce caractère non idéologique du fascisme. Goldberg montre que les régimes fascistes peuvent être assez dissemblables. Certains sont meurtriers, comme les régimes d'Hitler et de Staline. Certains sont des dictatures, comme les régimes de Mussolini et de Franco. Certains opèrent dans un cadre démocratique, comme les régimes de Wilson et Franklin D. Roosevelt. Ce qui les unit, c'est une opinion partagée selon laquelle l'État est le médiateur exclusif de l'activité humaine et où la fin justifie les moyens. Les fascistes exigent une « action » continue. Les actions menées via le pouvoir de l'État conduisent les fascistes à rejeter les processus parlementaires ainsi que la modération.

Woodrow Wilson est un cas d'école, en matière de fasciste élu démocratiquement. Wilson est le premier président américain titulaire d'un doctorat, ce qui correspond bien au mouvement progressiste du début du xx^e siècle. Les progressistes pensent

que la science et l'expertise peuvent résoudre les problèmes de gouvernement et de société. Or à cette époque, on vénérât les « experts », ce qui a réduit les mesures politiques puisant leur origine dans le pouvoir législatif. En 1913, première année de son mandat, Wilson a entériné des lois permettant de créer le système de réserve fédérale ainsi que l'impôt sur le revenu fédéral, qui demeurent deux piliers du pouvoir de l'État.

La première plateforme de mise en œuvre du programme de Wilson en vue d'exercer un contrôle étatique de haut en bas (*top-down*) fut la Première Guerre mondiale. Wilson instaura le *War Industries Board* (WIB), qui nationalisa de manière effective de larges pans de l'économie américaine. Le WIB imposait des contrôles sur les salaires et les prix, ainsi que des quotas de production. Parmi les membres du WIB figuraient notamment les financiers Bernard Baruch et Edward Stettinius Sr, de JPMorgan. Il y avait également Robert S. Lovett, à la tête de l'Union Pacific Railroad, et Hugh Frayne, à la tête de l'American Federation of Labor. Eugène Meyer en faisait également partie. Plus tard, il fut président de la Réserve fédérale et de la Banque mondiale. Le WIB était un parfait amalgame de grandes entreprises, de grands syndicats et de Wall Street.

Wilson a ratifié l'*Espionage Act* de 1917 et le *Sedition Act* de 1918 afin de réprimer la liberté d'expression et d'écraser la dissidence. A. Mitchell Palmer, procureur général de Wilson, mena ces « Palmer raids » tristement célèbres, ciblant des immigrants et s'appuyant sur la « peur des Rouges⁵⁵ » pour contourner la loi. Goldberg résume ainsi le régime de Wilson :

*Woodrow Wilson fut le premier dictateur fasciste du xx^e siècle.
Cette affirmation peut paraître outrageante à première vue, mais*

55 Red Scare, peur du communisme

observez les éléments qui le prouvent. En l'espace de quelques années, on a arrêté ou emprisonné plus de dissidents sous la présidence de Wilson que sous le régime de Mussolini pendant toute la période des années 1920... Wilson... a littéralement lâché sur le peuple américain des milliers de crétins arborant un insigne, et mené une violente campagne contre la presse.

Dans leurs propres livres, Hitler et Mussolini approuvent Wilson ; ils ont adopté ses tactiques de répression dans le mouvement fasciste, en Italie, et dans le mouvement national-socialiste, en Allemagne.

L'héritage progressiste-fasciste de Wilson a été mis de côté pendant les années folles, sous les mandats Harding-Coolidge, de 1921 à 1929. Le fascisme est réapparu sous les régimes Hoover-Roosevelt, de 1929 à 1945.

Herbert Hoover entre encore mieux dans le moule de l'expert que Woodrow Wilson. Bien avant de devenir président, c'était un ingénieur des mines brillant et riche, ayant à son actif la résolution de problèmes logistiques et économiques complexes. Bien qu'il ait été républicain, il a travaillé pour Wilson en tant que directeur de la US Food Administration, qui agissait par décret présidentiel pour gérer l'approvisionnement de nourriture pendant la Première Guerre mondiale. Hoover encourageait ce que l'on appelle aujourd'hui les partenariats public-privé. Il a soutenu le taylorisme, pratique de l'ère progressiste, qui promettait d'améliorer le fonctionnement de l'État grâce à l'efficacité de l'ingénierie. Hoover croyait ardemment qu'une intervention accrue de l'État était une solution et non un problème, opinion cohérente avec celle de Wilson.

Après le krach boursier de 1929, et le début de la Grande Dépression, les tendances interventionnistes d'Hoover sont

devenues frénétiques. Les mesures d'Hoover, loin du laissez-faire républicain, étaient cohérentes avec celles adoptées plus tard par Franklin D. Roosevelt, notamment l'augmentation des impôts, la création d'organismes gouvernementaux tels que la Federal Home Loan Bank, et un contrôle des prix généralisé via le Federal Farm Board et d'autres organismes. Hoover a adopté l'étiquette progressiste, la souche américaine du fascisme.

Dans les pas d'Hoover, Franklin D. Roosevelt a poursuivi l'interventionnisme dans les sphères privées. Comme Hoover, Franklin D. Roosevelt a occupé son premier poste fédéral au sein du gouvernement Wilson, en tant que secrétaire à la Marine, de 1913 à 1920.

Les interventions de Franklin D. Roosevelt dans les entreprises privées et sur la vie des citoyens sont bien connues. Il s'est servi de décrets présidentiels pris sous le *Trading Enemy Act* de 1917 afin de confisquer l'or des citoyens américains. Il a créé une brigade nommée Civilian Conservation Corps, qui a recruté des millions d'hommes, leur a fourni des uniformes de type militaire, avec des grades militaires, les a transportés dans des trains de garnison et rassemblés dans des camps. Le réseau électrique privé a été partiellement nationalisé sous le mandat de la Tennessee Valley Authority, de Franklin D. Roosevelt. Le *National Industrial Recovery Act* de 1933 a institué la National Recovery Administration (NRA), qui a exigé que les entreprises s'entendent sur les prix et se soumettent à des codes de conduite destinés à éliminer la concurrence. Le premier mandat de Franklin D. Roosevelt s'est attaché à mettre en œuvre une économie totalement planifiée.

Le fait de dépeindre Franklin D. Roosevelt comme un fasciste n'est pas une thèse révisionniste : c'était une opinion largement

répandue dans les années 1930. Voici ce qu'a écrit Waldo Frank, auteur et critique de la société, en 1934 :

La NRA est le début du fascisme américain... Le fascisme sera peut-être si progressif, aux États-Unis, que la plupart des électeurs ne se rendront pas compte de son existence. Les véritables leaders fascistes ne seront pas les imitateurs actuels du Führer allemand ou du condottiere italien... Ce seront des hommes astucieux, bien habillés et diplômés des meilleures universités...

Al Smith, candidat démocrate à la présidentielle de 1928, comparait Franklin D. Roosevelt à Karl Marx et à Vladimir Lénine. Même si Smith exagérait, il existe de nombreuses preuves de la présence d'admirateurs de Staline au sein des gouvernements de Franklin D. Roosevelt, notamment un personnage célèbre, Rexford Guy Tugwell, qui se rendit à Moscou en 1927, visita des villes organisées et planifiées par le gouvernement, et instaura des camps de regroupement agricole aux États-Unis.

Cette souche américaine du fascisme, implantée par Wilson et cultivée par Hoover et Franklin D. Roosevelt, n'a jamais disparu. Elle a resurgi dans toute sa splendeur dans les années 1960 avec le projet Great Society, de Lyndon Johnson, et à nouveau dans les années 1970 avec le contrôle des salaires et des prix instaurés par Richard Nixon. Elle est présente aujourd'hui. Le néofascisme est visible dans la loi de George W. Bush, intitulée « No Child Left Behind Law », le positionnement de Barack Obama concernant l'organisation de communautés, et la politique de type « It takes a village » d'Hillary Clinton⁵⁶. Malgré les défaites et les victoires électorales, cette tendance ne disparaît jamais totalement. Le fait que Wilson, Franklin D.

56 Titre du livre d'Hillary Clinton, publié en 1996, dans lequel elle plaide pour une société répondant à tous les besoins des enfants

Roosevelt, Lyndon B. Johnson et Obama aient été démocrates et Hoover, Nixon et Bush républicains, témoigne largement du fait que le fascisme n'est pas une idéologie, mais un processus selon lequel l'État étend son emprise sur le privé. Le fascisme s'en remet surtout à l'État plutôt qu'à Dieu ou à l'individu, s'agissant de l'autorité et de comportement normatif.

Le projet fasciste est semblable à un cliquet : il ne bouge pas tout le temps, mais lorsqu'il le fait, il ne peut faire marche arrière. Au cours de certaines périodes, comme dans les années 1920 et 1980, le projet progressiste-néofasciste réalise peu de progrès. Mais, lorsque le fascisme réalise une percée, comme avec le New Deal, le projet Great Society, et l'Obamacare, les changements demeurent permanents. Chaque avancée renforce le pouvoir de l'État aux dépens de la liberté. La dépendance s'amplifie aux dépens de l'indépendance. C'est tout juste si les Américains s'en rendent compte.

Une crise contribue souvent à l'avancée du fascisme : c'est l'occasion d'appliquer la stratégie du choc. La Première Guerre mondiale a donné libre cours aux tendances autoritaires de Wilson. La Grande Dépression a permis à Hoover et à Franklin D. Roosevelt de mener leurs programmes. Les ambitions de Lyndon B. Johnson ont été renforcées par le double traumatisme de l'assassinat de Kennedy en 1963 et des émeutes de Watts en 1965, à Los Angeles. Le système de santé d'Obama, la loi Dodd-Frank, et les programmes de stimulus ont pu passer grâce aux majorités démocrates, dans le sillage de la crise de 2008.

Les investisseurs doivent anticiper la résurgence du projet néofasciste autoritaire lors de la prochaine crise financière. Le gel de type glace-neuf des actifs, ainsi que leur saisie, seront l'un des aspects les plus visibles de cette démarche, mais ce ne seront pas les seuls. Une fois que les capitaux seront gelés, le capitalisme

lui-même disparaîtra pour que lui succède, naturellement, une économie planifiée s'accompagnant du contrôle des prix et des salaires, d'objectifs de production, de monopoles partagés, de revenus garantis et d'emplois dans la fonction publique.

L'interconnexion de l'argent

La prédiction de Schumpeter concernant le déclin du capitalisme n'était pas fondée sur l'échec de ce dernier, mais plutôt sur sa réussite. C'est précisément parce que le capitalisme réussit si bien à créer de la richesse que Schumpeter dit qu'il est l'artisan de sa propre mort.

Schumpeter a écrit qu'une fois que le prolétariat serait soulagé de ses tâches laborieuses, et que les élites contrôleraient fermement la politique et la finance, il serait possible de s'engager dans d'autres solutions que le système capitaliste. En fait, les pays capitalistes pourraient désormais s'offrir un système autre que le capitalisme : ils pourraient s'offrir le socialisme.

D'après Schumpeter, l'avènement du socialisme ne serait pas une révolution du bas vers le haut, mais une évolution du haut vers le bas. Le prototype de ce modèle a été fourni par Otto von Bismarck, le chancelier prussien du XIX^e siècle, qui a offert un système de santé, des retraites et un temps de travail plus court à la main-d'œuvre allemande. Son objectif n'était pas de saper la monarchie, mais de la renforcer. Une fois que la main-d'œuvre avait obtenu des avantages sociaux, elle n'avait plus de raison de faire la révolution.

Bismarck a acheté la dissidence avec des programmes sociaux afin de renforcer le pouvoir de sa propre élite, qui était monarchique et impériale. Ce processus se répète à l'heure actuelle, les élites financières remplaçant la royauté. Les

gagnants sont les travailleurs *et* les élites. Les perdants sont le capitalisme de marché libre et la bourgeoisie.

De manière plus sinistre, Schumpeter a eu l'intuition que cette évolution pourrait ne pas aboutir au socialisme mais au fascisme. Ils ne sont pas incompatibles. Le socialisme est un cheval de Troie bienveillant, nappé de sucre, que le fascisme peut enfourcher pour accéder au pouvoir.

Un mythe persiste selon lequel le fascisme représenterait un condominium du pouvoir entre entreprises et gouvernement, parfois appelé corporatisme. Par conséquent, les intérêts des entreprises priment et le gouvernement n'est qu'un vecteur permettant de protéger ces intérêts. De ce point de vue, Hitler a été un pion contrôlé par de riches industriels allemands afin de servir leurs objectifs, jusqu'à ce que la mégalomanie s'empare totalement de lui et conduise à une défaite catastrophique, lors de la Seconde Guerre mondiale. Selon certains dires, Dick Cheney a été l'agent d'Halliburton et a garanti la protection des intérêts des entreprises sous le gouvernement fasciste de Bush-fils.

Ces opinions sont absurdes. Hitler était un fasciste meurtrier, alors que les présidents américains, y compris Bush, sont des « fascistes gentils », de type démocratique. Ce que ces deux types de fascisme ont en commun, c'est la domination de l'État. Les entreprises sont puissantes mais se soumettent nettement à l'État.

Dans un système fasciste, un pacte faustien est conclu entre les grandes entreprises et le grand gouvernement. Les fascistes sont parfaitement disposés à permettre à des sociétés privées et à la propriété privée d'exister. Ils ne sont pas disposés à laisser des empires privés se mettre en travers du pouvoir de l'État. Les

hôpitaux et les sociétés d'assurance-maladie sont peut-être des entreprises privées mais leurs produits, prix et politiques sont contrôlés par l'Obamacare. Google, Twitter et Apple sont peut-être des sociétés privées, mais l'accès à Internet et son coût sont régulés par la Commission fédérale des communications, une institution instaurée en 1933 par Franklin D. Roosevelt, près de soixante ans avant le lancement d'Internet. Les banques sont des entités privées, mais sont très réglementées par la loi Dodd-Frank, le *Federal Reserve Act* et toute une série d'autres actes.

Au départ, les entreprises militent contre de nouvelles lois. À la fin, les entreprises les adoptent et fournissent leur expertise aux institutions qu'elles combattaient auparavant car elles font plus de mal aux nouveaux concurrents qu'aux entreprises solidement établies. Les coûts de mise en conformité sont plus faciles à assumer, pour les grandes entreprises. La mise en œuvre agressive augmente les coûts de mise en conformité via les amendes, pénalités et sanctions infligées pour des manquements techniques – qui ne sont pas difficiles à trouver car les réglementations sont volumineuses et opaques.

Depuis la crise de 2008, des centaines de différents projets réglementaires ont été lancés, sous la loi Dodd-Frank. Certaines activités à risque ont été interdites, les exigences de fonds propres ont été augmentées, les garanties des dépôts ont été relevées, l'information à destination des consommateurs est plus extensive, et des milliards de dollars d'amendes, pénalités et restitutions ont été ponctionnés par les gouvernements.

Les banques se sont-elles fait museler ? Non. Les cinq plus grandes banques des États-Unis sont plus grosses qu'en 2008 et contrôlent un pourcentage d'actifs bancaires plus important qu'à cette époque. Les banques réalisent des profits plus importants. Les salaires des dirigeants ont augmenté. Le P-DG de JPMorgan,

Jamie Dimon, est devenu milliardaire en travaillant à la banque, simplement.

Dans un impressionnant ballet réglementaire, les banques se sont emparées du processus réglementaire via des lobbyistes et des contributions de campagne, et ont modelé les réglementations à leur guise. Les victimes de la loi Dodd-Frank ne sont pas les grandes banques mais des banques locales qui sont confrontées au fardeau de la réglementation sans bénéficier du statut de « too big to fail ». Les victimes silencieuses de la loi Dodd-Frank sont les banques qui n'ont jamais pu exister : le type de banques que créaient autrefois des entrepreneurs de type Chambre de commerce, utilisant les dépôts de leurs propres entreprises pour faire démarrer la banque. Ces banques sont comme des enfants qui n'auraient jamais vu le jour.

Le gouvernement est satisfait de l'oligopole qui en résulte. Les politiciens font semblant d'être durs avec les banquiers, alors que les banques jouent les Houdini pour se défaire d'entraves telles que l'interdiction des dérivés. Malgré tout, le Trésor et la Réserve fédérale braquent toujours une arme sur la tête des banquiers, incarnée par les tests de résistance, les plans de redressement et de résolution, et l'autorité de résolution. Lorsque le bilan de la Fed aura atteint les limites de la confiance à force de créer trop d'argent, il sera possible de s'appuyer sur les banques, acheteurs en dernier ressort de nouvelles obligations du Trésor. Les banques qui n'achèteraient pas d'obligations du Trésor assisteront, lors de leurs funérailles, à la lecture de leur plan de redressement et de résolution.

Ces vastes intérêts sont un monopole partagé barrant l'entrée aux nouvelles entreprises et générant des profits subventionnés par l'État. Lorsque de nouvelles entreprises, telles qu'Uber, apparaissent malgré tout – spectres de la destruction créatrice de

Schumpeter – de nouvelles réglementations gouvernementales sortent presque immédiatement. La propriété privée a sa place, mais seulement dans la mesure où le gouvernement l'autorise, et jamais au détriment du pouvoir de l'État.

Schumpeter considérait l'économie selon la perspective des longues tendances historiques. Il observait les processus historiques qui se déroulaient non en termes de cycle économique, mais sur des dizaines d'années et sur des siècles. Schumpeter a clairement anticipé la fin du capitalisme. Il a écrit : « comme l'initiative capitaliste, de par ses réussites mêmes, tend à automatiser les progrès, nous concluons qu'elle tend à se rendre elle-même superflue – à éclater en morceaux sous la pression même de son propre succès... Les véritables pionniers du socialisme n'ont pas été les intellectuels ou les agitateurs qui ont prêché cette doctrine, mais bien les Vanderbilt, les Carnegie, les Rockefeller ». Se montrant visionnaire, il a dit qu'à son stade le plus avancé, « le capitalisme, qui consiste essentiellement en un processus d'évolution, s'atrophierait... les taux d'intérêt convergeraient vers zéro. » Schumpeter, qui a écrit ces lignes en 1942, pensait que le triomphe du socialisme aurait lieu d'ici l'an 2000.

Le socialisme et le fascisme ont des caractéristiques communes. Tous deux exaltent le rôle de l'État aux fins de diriger l'économie et, par extension, l'action humaine. Tous deux élargissent la sphère publique et diminuent la sphère civique à tel point qu'il reste peu d'activités ou d'associations réellement privées. Fumer, manger, boire, les ampoules électriques, les sanitaires, la santé, entre autres, tout doit se conformer aux règles du gouvernement.

Ce qui distingue les socialistes des fascistes, c'est que, d'un point de vue historique, les premiers se montrent patients et

travaillent volontiers au sein des processus parlementaires. Les socialistes croient que le temps travaille pour eux ; Schumpeter était d'accord avec cela. Les fascistes, par contre, sont des hommes et des femmes d'action. Ils préfèrent les ordres au débat. La fin justifie les moyens.

Il existe une autre distinction, entre les socialistes et les fascistes : les socialistes tolèrent la religion et la famille, sources traditionnelles d'autorité. La religion et la famille canalisent le comportement en établissant des normes et en imposant des limites. Les fascistes croient que l'État est la *seule et unique* source de normes et d'autorité. Les fascistes se heurtent inévitablement à d'autres organisations de la famille, bien plus anciennes.

Les fascistes se nourrissent d'actions et ne permettent jamais qu'une crise soit gâchée. Les crises les plus qualifiées pour faire avancer un projet fasciste sont les guerres et les crises financières. Les attentats du 11 septembre ont abouti au *Patriot Act*, qui a ouvert la porte à une surveillance massive des citoyens américains, sans motif raisonnable. La crise financière de 2008 a abouti à la loi Dodd-Frank, qui a institutionnalisé le rôle de six méga banques : JPMorgan, Citibank, Bank of America, Wells Fargo, Morgan Stanley et Goldman Sachs. L'épargne et les investissements des Américains ont été parqués dans ces endroits, où ils sont contrôlés par le gouvernement. Quelques autres agrégateurs d'actifs tels que MetLife, Prudential, et BlackRock, sont également dans la ligne de mire du gouvernement. Le fait que la fortune de leurs clients soit numérisée facilite toute confiscation et contrôle pour raison d'État.

La prochaine crise financière ne sera pas seulement une version plus conséquente de celles de 1998 et 2008. Elle sera de nature différente. Elle englobera de multiples classes d'actifs, sur un plan mondial. Elle affichera une inflation jamais vue

depuis les années 1970, des insolvabilités jamais vues depuis les années 1930, et des fermetures de places boursières jamais vues depuis 1914. Le pouvoir de l'État sera requis pour contenir la panique. Les liquidités seront fournies par le FMI, sous les ordres du G20, et la Chine aura son mot à dire. Le capitalisme sera discrédité une bonne fois pour toutes.

La différence entre le néofascisme du XXI^e siècle et le fascisme des années 1930, c'est que les ressources de l'État sont bien plus importantes. Les fascistes démocratiques de type Wilson-Hoover-F.D. Roosevelt s'appuyaient sur des ordres, des services gouvernementaux disposant de vastes pouvoirs leur permettant d'imposer le contrôle de l'État. Les fascistes non démocratiques, tels que Mussolini, se sont appuyés sur des hommes de main vêtus de noir, pour accéder au pouvoir, puis ont régné en dictateurs, une fois installés. L'histoire montre qu'il ne manque jamais de gens disposés à mettre des chemises noires, à défiler au pas et à faire ce qu'on leur dit.

Aujourd'hui, le pouvoir de l'État est plus invasif. La surveillance numérique, les réseaux sociaux, le *data mining* et les contenus sur-mesure sont à la portée de ceux qui nourrissent des intentions fascistes. Les poursuites judiciaires à la tête du client, pour des délits mal définis, et la mise en œuvre de lois fiscales incompréhensibles sont disponibles, pour faire taire les ennemis de l'État. Lorsque la dissidence déborde des limites approuvées par l'État, la police militarisée est prête à intervenir.

Cette perspective ne plaide pas en faveur de l'anarchisme. Elle exige un l'État, que les délits soient punis et que les lois soient appliquées. La question, c'est l'espace public. Quel espace l'État doit-il occuper au quotidien, et quelle part doit-on réserver aux citoyens, selon un vieil idéal de liberté ? D'instinct, les fascistes évacuent la liberté et contrôlent toute l'action humaine. La

propriété privée est autorisée mais seulement si son usage est subordonné aux intentions de l'État. Selon l'utopie fasciste, le comportement de tout le monde, au sein de la société civile, doit obéir aux règles du gouvernement.

Schumpeter est mort en 1950, mais non sans avoir prévu la fin du capitalisme, l'avènement du socialisme, et son évolution vers le fascisme sur cinquante ans. Sa méthode fondée sur l'Histoire est aux antipodes des analystes actuels dont la capacité de concentration est de deux secondes. Le temps a donné raison à sa dissection dystopique des forces dynamiques en jeu.

Voici un Cheval Noir

CHAPITRE 9

Car il s'élèvera de faux Christs et de faux prophètes ; ils feront des prodiges et des miracles pour séduire les élus, s'il était possible. Mais dans ces jours (...) le soleil s'obscurcira, la lune ne donnera plus sa lumière (...) Pour ce qui est du jour ou de l'heure, personne ne le sait (...) Vous ne savez quand viendra le maître de la maison, ou le soir, ou au milieu de la nuit, ou au chant du coq, ou le matin.

Marc 13:22-35

Il est fort probable que... survienne une nouvelle crise mondiale.

The Geneva Report 16 (2014)

Le compte à rebours

La théorie de la complexité dit que l'on ne connaît pas à l'avance à quel moment se produira le prochain effondrement financier. Mais cette conclusion n'est pas une raison pour se plaindre que l'on ne dispose du coup que de la moitié de l'information. Nous avons pris ce que la science offre de mieux en y ajoutant une pincée d'humilité.

Les systèmes complexes atteignant un seuil critique sont des édifices fragiles, comptant d'innombrables points de rupture déclenchés par d'infimes causes. Cette dynamique apporte la certitude d'une rupture systémique. Les expériences montrent qu'à mesure que l'échelle des systèmes complexes augmente, la dimension du pire événement possible s'accroît de façon exponentielle. La fréquence des petits événements négatifs augmente également. C'est simple, il est impossible de savoir exactement à quel moment les événements vont se produire.

Ce n'est pas parce qu'elle ne cerne pas le timing que la théorie ne fonctionne pas : c'est l'essence même de la théorie. Les sismologues ne peuvent prédire avec exactitude le timing des tremblements de terre. Pour autant, nous ne construisons pas de maisons sur des lignes de faille : nous prenons des précautions. Et malgré l'incertitude liée au timing, il existe des signes précurseurs.

Le United States Geological Survey⁵⁷ définit les « secousses prémonitoires » comme des « séismes précurseurs de séismes de plus grande ampleur qui se produiront au même endroit ». Bien entendu, « plus important » est un terme relatif. Un séisme

57 Organisme gouvernemental dédié aux sciences de la terre.

de magnitude $3 M_w$ peut annoncer un séisme de magnitude $6 M_w$ assez destructeur. Un séisme de magnitude $6 M_w$ peut annoncer un séisme de magnitude $8 M_w$, assez puissant pour anéantir une ville.

Ce qui est vrai pour les séismes l'est également pour le secteur financier. Nous avons vécu des secousses prémonitoires. En 1998, et à nouveau en 2008, le système financier mondial a frôlé l'effondrement total à quelques heures près. Pour autant, il existe une importante différence entre les chocs financiers et les tremblements de terre. Une fois qu'un tremblement de terre commence, rien ne peut l'arrêter. Il s'arrête de lui-même lorsqu'il a libéré toute son énergie. Par contre, un séisme financier peut être arrêté par l'intervention du gouvernement. De ce point de vue, les crises de 1998 et de 2008 sont des séismes de magnitude $8 M_w$, que l'on a ramenés à une magnitude 6. À chaque fois, les dégâts ont été considérables, mais le temple de la finance n'a pas été éradiqué et les alentours de la ville ont rapidement été reconstruits. Mais à quel prix ?

Si l'énergie emmagasinée dans l'instabilité financière n'a pas été libérée, alors elle est toujours là. La mise en œuvre de mesures en 1998 et 2008, ainsi que la complexité qui s'est accrue entre-temps, signifient que l'énergie financière menaçant de se libérer pourrait être de magnitude $10 M_w$, soit bien plus forte que tout séisme jamais enregistré – assez pour séparer la Californie du continent – et assez pour que toutes les banques et places boursières du monde mettent la clé sous la porte. Il est important de noter qu'un effondrement de cette magnitude dépasserait toutes les possibilités d'intervention des banques centrales – déjà limites – visant à l'interrompre. Cette tâche reviendra au FMI, dont la capacité financière ne sera peut-être même pas suffisante. Les DTS, la glace-neuf et la loi martiale

sont les trois remparts entourant l'édifice. Cela exigera peut-être d'autres instruments du pouvoir de l'État.

En ce qui concerne les séismes financiers, si leur timing est opaque et que leur magnitude est limpide, qu'en est-il des failles ? Où le choc se produira-t-il ? Nous savons où se trouve la faille. Il s'agit d'une abstraction financière, mais elle possède un nom. Cette faille, c'est la liquidité.

Le mercredi 15 octobre 2014, un choc sans précédent s'est produit sur le marché financier le plus important du monde : le marché des bons du Trésor américain. Ce matin-là, entre 9h33 et 9h45, dans un intervalle de 12 minutes (que le gouvernement américain a ensuite appelé « fenêtre d'événement », le rendement des bons du Trésor à 10 ans s'est agité tel un sismographe lors du grand tremblement de terre de Sumatra. Au cours des six premières minutes de cet intervalle, les rendements ont chuté de 16 points de base, soit de 2,02% à 1,86%. Au cours des six minutes suivantes, les rendements ont rebondi tout aussi vite à 1,99%, soit à 3 points de base du niveau qu'ils enregistraient en début d'intervalle. Tout au long de la séance, y compris l'intervalle en question, les rendements ont évolué dans une fourchette de 37 points de base, soit de 2,23% à 1,86%. Cette journée de transactions a donné lieu à un rebond ; les rendements ont fini à 6 points de base sous leur niveau de clôture de la veille.

Pour situer ce mouvement, sur seize ans et environ 4 000 séances étudiées par le gouvernement américain, on n'a observé qu'à trois reprises des séances ayant une magnitude supérieure à celle du 15 octobre 2014. La première fois, c'était le 8 octobre 2008, avec une amplitude de 43 points de base, lorsque les banques centrales se sont coordonnées pour abaisser les taux, au plus fort de la crise suivant la faillite de Lehman et d'AIG. La

deuxième fois, c'était le 18 mars 2009, avec une amplitude de 47,5 points de base. Cela s'est produit lorsque la Réserve fédérale a annoncé qu'elle étendait son programme d'émission d'argent (« QE1 ») et qu'elle a intégré les bons du Trésor à la liste d'actifs qu'elle achetait. La troisième fois, c'était le 9 août 2011, lorsque la note de crédit des États-Unis a été abaissée.

Ces écarts de rendements journaliers, variant de 37 à 47,5 points de base enregistrés à quatre reprises, sont à comparer aux écarts journaliers enregistrés sur environ 4 000 séances depuis octobre 1998 : ils sont de 8 points de base. (Curieusement, et contrairement à ce que prévoient les partisans de la VaR, la distribution des degrés de ces écarts depuis 1998 ne correspond pas à une distribution normale mais bien à une courbe de puissance parfaite : cela correspond exactement à ce que prédit la théorie de la complexité).

La rareté de ce krach éclair de 37 points de base *intraday* est déjà assez perturbante. Mais la chute de 16 points de base en six minutes l'est encore plus. Ce mouvement est réellement sans précédent. Les trois autres événements comparables se sont déroulés sur toute une journée de transactions, et non en quelques minutes.

Mais le plus perturbant, c'est que le krach des rendements du 15 octobre 2014 s'est produit au cours d'une journée *où rien d'autre ne s'est produit*. Ce jour-là, il n'y a pas eu d'information particulière. Le krach s'est contenté de se produire. Un rapport officiel conjoint du Trésor, de la Fed, de la SEC et du CFTC résumait ainsi les événements de ce 15 octobre 2014 : « Qu'une telle volatilité et un tel aller-retour sur les cours se soient produits en si peu de temps, *sans aucun catalyseur logique*, est sans précédent dans l'histoire du marché des bons du Trésor. »

Les krachs éclairs sont compréhensibles en période de crise mondiale (8 octobre 2008), lorsque la Réserve fédérale opère des sauvetages (18 mars 2009), lorsque la note de crédit des États-Unis est abaissée (9 août 2011). Ce sont des événements très significatifs. Le 15 octobre 2014, le krach éclair ressort, isolé, comme un séisme qui survient sans crier gare à la suite d'un mouvement de plaques tectoniques passé inaperçu.

D'autres secousses prémonitoires de magnitude comparable allaient suivre rapidement. Le jeudi 15 janvier 2015, trois mois jour pour jour après le krach des rendements du Trésor, le franc suisse a bondi de 20% face à l'euro et face au dollar, entre 9h30 à 9h50 CET. En fait, les devises dévaluées, l'euro et le dollar, ont subi un mini-krach. Avant cet événement, l'euro était arrimé au franc suisse à 1,20 CHF. En quelques minutes, un euro ne valait plus qu'un seul franc. Les dommages collatéraux ont été considérables : les actions suisses ont plongé de 10% le jour de la réévaluation du franc.

Contrairement au krach éclair du marché des bons du Trésor américain, ce choc du franc suisse a été déclenché par un événement spécifique. À l'ouverture de séance, ce jour-là, la Banque nationale suisse a annoncé qu'elle renonçait au *peg* du franc suisse à 0,8325 € qu'elle maintenait depuis 2012. Le but de ce *peg* était de déprécier le franc suisse par rapport à d'autres devises afin de favoriser les exportations suisses et le tourisme. Le problème, c'est que les capitaux internationaux ont continué à demander du franc suisse, considéré comme valeur refuge en raison du faible taux d'inflation de la Suisse, de ses importantes réserves d'or et de sa stabilité politique. Afin de maintenir le *peg* de sa devise face à cette forte demande, la Banque nationale suisse émettait des francs afin d'acheter des euros, lesquels étaient ensuite investis en dépôts bancaires et obligations libellés en

euro. La colonne « actif » du bilan de la Banque nationale suisse était devenue une destination pour les instruments de passif du monde entier, libellés en euro. Or cette situation était intenable. En un seul mouvement fulgurant, la Banque nationale suisse a rompu le *peg* et allégé la pression consistant à acheter des euros avec des francs fraîchement imprimés.

La décision de la Banque nationale suisse a produit un choc. Un mois à peine avant cette réévaluation, le 18 décembre 2014, le président de la Banque nationale suisse, Thomas Jordan, avait diffusé un communiqué de presse spécifiant : « La Banque nationale suisse... réaffirme son engagement vis-à-vis d'un taux de change minimum... et continuera de l'appliquer avec une détermination absolue ». Quatre semaines plus tard, Thomas Jordan a jeté l'éponge.

Ce processus de réévaluation n'a rien eu de méthodique. Une déclaration de Kathleen Brooks, l'un des principaux acteurs du marché des changes, a été citée dans le *Telegraph*, le jour du choc : « Ce matin, le... marché est virtuellement clos, jusqu'à maintenant, en attendant que le calme revienne ». Lorsque le calme est revenu, les traders ont fait les comptes. Les banques et les *hedges funds* qui s'étaient appuyés sur le *peg* ont perdu des milliards de dollars.

Dans la foulée, une troisième secousse prémonitoire s'est produite. Là, le théâtre s'est déplacé vers la Chine. Le lundi 10 août 2015, la Banque centrale chinoise (la Banque populaire de Chine), a plongé les marchés internationaux dans la stupeur en dévaluant brutalement le yuan face au dollar. En début de séance, ce jour-là, un dollar valait 6,21 ¥. Après l'intervention de la Banque centrale, le yuan a instantanément plongé à 6,33 ¥, soit un mouvement de 2%. À partir de là, le carnage s'est aggravé.

Le 12 août, la monnaie chinoise a chuté à 6,39 ¥. Au 25 août, la monnaie avait plongé à 6,41 ¥, soit une baisse totale de 3,2%.

Si, en termes de pourcentage, cette dévaluation chinoise n'a pas été aussi importante que la réévaluation de 20% du franc suisse, il faut considérer ce choc dans le contexte de la place importante qu'occupe la Chine au sein de l'économie mondiale. La Chine et les États-Unis sont les deux principales économies mondiales. Réunis, leurs PIB représentent 30 000 Mds\$ et 40% du PIB mondial. Les États-Unis sont le principal partenaire commercial de la Chine. La Chine est le deuxième partenaire commercial des États-Unis, derrière le Canada. L'importance du taux de change US-Chine n'est pas exagérée, en termes de commerce international et de flux de capitaux internationaux. Un mouvement inattendu de 3%, secouant la paire de devises la plus importante au monde, représente un séisme.

Les effets de la dévaluation-choc de la Chine ont été immédiats et graves. Le Dow Jones Industrial Average a chuté de 11%, passant de 17 615,18 points le 10 août (juste avant la dévaluation) à 15 666,44 points le 25 août, lorsque le yuan a atteint un plus-bas intermédiaire. Cette correction intervenue sur le marché actions américain a coûté plus de 2 500 milliards de dollars aux détenteurs d'actions. Sur l'anticipation de cette dévaluation, le Shanghai Stock Exchange Composite Index, en Chine, avait déjà chuté le 12 juin 2015 d'un plus-haut post-2007 de 5 166,35 points. L'indice a plongé à nouveau, passant de 3 928,41 points le 10 août à 2 927,28 points le 26 août. L'effondrement a été de 43% à partir du plus-haut de juin, et de 25% à partir de la date de la dévaluation-choc. Les pertes enregistrées par les investisseurs, sur les places boursières chinoises, ont dépassé les 3 000 milliards de dollars, entre juin et août 2015. Outre les 5 500 Mds\$ perdus par les investisseurs

américains et les marchés chinois, la Chine a vu plus de 1 000 Mds\$ fuir le pays de janvier 2015 au mois d'août 2016, fuite essentiellement motivée par la peur d'une dévaluation monétaire. Les investisseurs et les débiteurs chinois ont fui pour acheter des actifs libellés en dollar ou pour rembourser leurs prêts en dollar avant que celui-ci ne se renforce.

Puis la quatrième secousse prémonitoire est survenue, encore plus forte que les précédentes. Le 23 juin 2016, le Royaume-Uni a voté par référendum en faveur de sa sortie de l'Union européenne. C'est que l'on a appelé le Brexit. Dans les deux camps, on a choisi les termes *leave* (sortir) et *remain* (rester) pour refléter les positions respectives concernant les relations avec l'Union européenne. Tout de suite avant le vote, les marchés ont intégré la victoire du *remain*, ce qui a fait bondir la livre sterling à 1,50 \$.

La raison justifiant que le marché ait été aussi convaincu de la victoire du *remain* illustre de manière fascinante à quel point la science comportementale est mal comprise. Les sondages publiés avant le vote indiquaient que le résultat était trop serré. Toutefois, le marché des bookmakers, animé par Ladbrokes et Betfair, affichait une probabilité de 70% que le *remain* l'emporte. Certains acteurs du marché des changes, du type jeune banquier londonien – qui agit sur les marchés pour le compte de son établissement et de ses clients – considéraient que les cotes des paris représentaient la « sagesse des foules », et que le cours de la livre sterling reflétait cette sagesse apparente.

Le concept de sagesse des foules s'est démocratisé grâce à un livre au titre éponyme, publié en 2004 par James Surowiecki. Ce livre passe en revue les études comportementalistes publiées à ce sujet. L'exemple classique consiste à deviner le nombre de bonbons en gélatine contenus dans un grand bocal.

L'expérience classique montre que le chiffre vaguement deviné par un grand nombre d'observateurs lambda s'est révélé plus précis que l'estimation d'un seul expert qui aurait été tenté de calculer le volume du bocal, divisé par l'estimation du volume d'un bonbon en gélatine, tout en tenant compte de l'espace irrégulier entre chaque friandise. Selon l'estimation de cette foule d'observateurs, les chiffres devinés situés aux extrêmes (« un » ou « un million ») s'annulent et la moyenne des chiffres devinés restants est assez proche du nombre exact de bonbons. D'où la sagesse des foules. En se fondant sur une interprétation naïve de cette science, les banquiers de la City ont décidé que la propension de M. Tout-le-Monde à parier sur les marchés produisait de meilleures prévisions que les experts en sondage.

Cette logique des banquiers de Londres était truffée d'erreurs. Les pronostics relatifs à un résultat électoral ne sont précis que si l'opinion de l'ensemble des parieurs est corrélée à celle de l'ensemble des électeurs. Or cette corrélation est faible. Les parieurs se répartissent entre ceux qui ont de l'argent à perdre, et ceux pour qui parier est un passe-temps comme un autre. Les parieurs déboursent réellement de l'argent pour parier et sont prêts à perdre. Les électeurs, eux, ne payent pas pour aller voter.

Une bizarrerie est passée inaperçue, dans les données des paris : le nombre de paris en faveur du *leave* était quatre fois supérieur au nombre de paris en faveur du *remain*. Mais les paris en faveur du *remain* représentaient des sommes beaucoup plus importantes. Certains génies de la banque, à la City, ont parié 10 000 £ sur le *remain*, alors que le pari classique en faveur du *Leave* ne représentait que 5 £. Les bookmakers ne sont pas des prévisionnistes : leur travail consiste à ne pas perdre d'argent. Lorsque les bookmakers ont attribué la victoire au *remain*, ils

ne prédisaient pas le résultat de l'élection : ils ont mis dans la balance la proportion d'argent placée des deux côtés. L'argent n'a rien à faire dans l'isoloir. Voter est gratuit. Il ne fait aucun doute que les riches parieurs de la City ont mimé leur propre biais cognitif (et faussé leurs résultats) car les derniers sondages montraient que Londres était largement en faveur du *remain* alors que l'ensemble de l'Angleterre était en faveur du *leave*.

Quelques heures à peine après la fermeture des bureaux de vote, à 22 heures, le 23 juin 2016, il est devenu visible que le *leave* l'emportait largement. Cela a provoqué une quasi-panique. La livre a plongé de 1,50 \$ à 1,32 \$ en quelques heures, soit une chute de 12% qui a conduit la livre à son plus bas niveau en plus de trente ans. Les autres marchés ont également été violemment secoués. Le cours de l'or en dollar s'est envolé de 1 255 \$ juste avant le Brexit à 1 315 \$ à la clôture, le 24 juin, soit un gain de 4,8% en un seul jour. La volatilité journalière a été encore plus forte. Au 8 juillet 2016, l'or était à 1 366 \$ l'once à l'issue d'un rebond post-Brexit totalisant 8,8%.

Il n'est pas rare d'enregistrer des gains et des pertes variant de 3 à 20% sur une journée, sur les marchés actions. L'action d'une société réputée peut chuter de 95% en un jour si la société dépose le bilan. Mais nos exemples ne correspondent *pas* à des chocs boursiers. Il s'agit de chocs *monétaires* ou, dans le cas des bons du Trésor, de chocs touchant les obligations les plus sûres du monde.

Les francs suisses, les euros, la livre sterling et le dollar US sont tous des devises de réserve majeures. Le yuan n'est pas aussi librement convertible mais, au 1^{er} octobre 2016, il représentait tout de même la cinquième devise la plus négociée dans le monde, et l'une des cinq composantes du panier de devises des DTS. Le bon du Trésor américain à dix ans est le titre à moyen

terme le plus sûr du monde, et une référence pour toutes les obligations souveraines du monde. L'or est un actif de réserve majeur ; il représente plus de 70% des réserves américaines. Tous réunis, les bons du Trésor, l'or et les principales devises de réserve constituent le socle sur lequel repose tout le système monétaire international. Ils devraient donc être stables. *Or ce n'est pas le cas.*

En revenant en arrière, on constate que depuis 2014 :

- le Bon du Trésor à 10 ans est passé de 2,02% à 1,86% en six minutes (15 octobre 2014);
- l'euro a chuté de 20% face au franc suisse en 20 minutes (15 janvier 2015) ;
- le yuan a instantanément chuté de 2% face au dollar (10 août 2015) ;
- la livre a chuté de 12% face au dollar en deux heures (23 juin 2016) ;
- l'or a grimpé de 4,8% face au dollar, et de 19% face à la livre, en deux heures (23 juin 2016).

Auparavant, et en ce qui concerne les devises, les obligations et l'or, les mouvements de cette envergure se déroulaient sur des années. À présent, il suffit de quelques minutes ou heures.

Ce type de volatilité est peut-être nouveau, pour les spécialistes du marché des changes et des marchés obligataires, mais les théoriciens de la complexité le connaissent bien : ils voient la volatilité comme un type de turbulences susceptibles de surgir spontanément au sein d'un système autrefois stable, juste avant que ledit système ne s'emballe totalement. Ce type d'instabilité est également bien connu des sismologues qui traquent les secousses prémonitoires sur une faille, avant que

ne survienne le prochain séisme catastrophique. Comme le disent les théoriciens du chaos, le système devient « bancal ».

Un détracteur de la complexité appliquée aux marchés financiers peut très bien dédaigner toute cette série de chocs. En effet, aucun d'eux n'a provoqué la fin du monde. Les marchés ont rebondi à chaque fois, ensuite. En 2014, les rendements des bons du Trésor ont grimpé aussi vite qu'ils avaient chuté. Le cours croisé euro-dollar, si important, est resté relativement imperturbable lors de la réévaluation du franc suisse en 2015. En août 2015, la Réserve fédérale a atténué les pires effets de la dévaluation du yuan en reportant au mois de décembre 2015 le relèvement des taux programmé en septembre 2015. La Banque d'Angleterre a boosté la livre sterling, après le Brexit, en abaissant les taux d'intérêt le 4 août 2016. À chaque choc, les banques centrales sont prêtes à couper court aux processus dynamiques afin de rétablir un *semblant* de stabilité.

Mais c'est un « semblant », et non une réalité. L'énergie non libérée lors d'une secousse prémonitoire reste stockée jusqu'au prochain événement, tandis qu'augmentent le rythme et la magnitude des secousses prémonitoires elles-mêmes. Ce qui est incontestable, c'est que *nous voyons disparaître la liquidité du marché le plus liquide du monde*. Un compteur Geiger crépite violemment. Les marchés financiers internationaux se rapprochent d'un état supercritique dont ils ne se remettront pas.

Les crises de liquidité décrites ci-dessus ne sont pas les seuls catalyseurs de crise.

Les catastrophes naturelles, les cyber-guerres, et les armes nucléaires au Moyen-Orient en sont autant. La théorie de la complexité nous enseigne que ce qui compte, ce n'est pas la cause probable d'un effondrement, mais la densité, les interactions et l'échelle systémique qui rendent cet effondrement inévitable.

Le plus grand danger provient de ce que les théoriciens de la complexité qualifient de *complexité associée*. Cela se produit lorsqu'un système à état critique s'effondre, et que cet effondrement contamine un autre système dont il provoque également l'effondrement.

Le meilleur exemple de complexité associée est celui de la catastrophe de Fukushima, au nord du Japon, le 11 mars 2011. Les premiers systèmes ayant atteint un état critique puis rompu, ce sont les plaques tectoniques situées au fond de l'océan Pacifique. On a appelé « séisme de Tōhoku » le premier dégagement d'énergie qui s'est produit avec une magnitude de 9,0 M_w , ce qui le classe au quatrième rang des séismes les plus puissants jamais enregistrés depuis 1900, date des premiers enregistrements modernes. Ce séisme a déclenché un tsunami au sein d'un deuxième système ayant atteint un état critique, et provoqué des vagues de plus de 30 mètres. Les vagues du tsunami se sont abattues sur la centrale nucléaire de Fukushima Daiichi, troisième système ayant atteint un état critique, et ont provoqué la fusion nucléaire de trois réacteurs ainsi qu'une émission massive de matière radioactive. Ensuite, les nouvelles de cette catastrophe ont atteint la Bourse de Tokyo, quatrième système de cette chaîne ayant atteint un état critique. L'Indice Nikkei 225 a plongé de 8,25%, passant de 10 434,38 points le jour précédant le désastre, à 8 605,15 points le 15 mars 2011, soit quatre jours plus tard. Enfin, le cinquième système impacté fut le marché des changes. Les compagnies d'assurance japonaises ont commencé à vendre des dollars en contrepartie de yens afin de disposer de suffisamment de liquidités pour régler les sinistres liés aux biens et aux victimes. D'abord, le yen s'est envolé de 81,89 ¥ pour 1 \$, le 11 mars, à 80,59 ¥ par dollar au 15 mars, soit un mouvement de 1,6% en une semaine : sur les marchés des changes, c'est énorme. Puis la politique est venue

y couper court. C'est Christine Lagarde, ministre des Finances de la France, à l'époque, qui a coordonné l'intervention du G7 visant à faire baisser le yen. On a considéré que c'était nécessaire afin de donner un coup de pouce à l'économie japonaise, après ces ravages. L'intervention a fonctionné. Au 8 avril, le yen avait sombré à 84,70 ¥ par dollar, soit une chute de 5% par rapport au plus-haut enregistré après Fukushima. La subtilité de Christine Lagarde est un nouvel exemple où l'on a recouru à des mesure politiques pour refermer la boîte de Pandore des dynamiques présentes au sein des systèmes complexes.

À partir de plaques tectoniques et en passant par le tsunami, le cœur des réacteurs, les places boursières et le marché des changes, tous ces systèmes critiques se sont télescopés les uns les autres, provoquant au sein de chaque maillon de la chaîne des catastrophes battant presque tous les records. Curieusement, deux de ces systèmes (les plaques tectoniques et les tsunamis) sont d'origine naturelle, alors que les autres (le cœur des réacteurs, le marché actions et les marchés des changes) sont d'origine humaine. Cela illustre combien des systèmes complexes naturels et synthétiques peuvent parfaitement interagir lorsque des agents se déploient au sein de l'état critique.

La conjonction d'une émergence imprévue et d'une complexité associée – pas un cygne noir, mais un cheval noir, tel que décrit dans l'Apocalypse de Jean – est plus à même de provoquer un effondrement des marchés financiers. Un modeste défaut de paiement venant d'un emprunteur malaisien pourrait provoquer une perte de confiance dans une entreprise chinoise qui est lié à ce dernier, une fuite des capitaux hors de Chine, une ruée sur les bons américains du Trésor, un renforcement du dollar et une avalanche de défauts au sein des marchés émergents, soudain incapables de rembourser leurs

dettes en dollar. Au beau milieu de tout cela, un escadron de hackers à la pointe des technologies, et soutenu par le Kremlin (APT 29 : nom de code COZY BEAR) fait fermer la Bourse de New York, exerçant le rôle de multiplicateur de force pour dissuader la marine américaine de mener ses activités en mer Baltique. En l'espace de deux jours, tous les marchés sortent l'écriteau « fermé », version XXI^e siècle. On retrouve le précurseur de ce type de crises, étroitement liées et survenant en cascade, au début de la Première Guerre mondiale, fin juillet 1914, comme Felix Somary, le Corbeau de Zurich, l'avait prévu. C'est ainsi que s'achèvent les ères.

L'incohérence

Le système monétaire international traverse une période d'incertitude dynamique. Cette dynamique ressemble à la phase de 1971 à 1981, période au cours de laquelle l'inflation, les taux d'intérêt, les prix des matières premières, les taux de change et la géopolitique étaient à des niveaux extrêmes, poussant les marchés au bord du chaos, jusqu'à ce qu'Henry Kissinger, Paul Volcker, Ronald Reagan, James Baker et, plus tard, Robert Rubin, prennent le leadership et mettent en place la coopération internationale nécessaire afin de restabiliser l'ancien système de Bretton Woods, fondé sur l'or, autour d'un nouveau système, fondé sur le dollar. La tâche de restabilisation, à l'heure actuelle, est tout aussi impressionnante.

En 2015, j'ai eu l'occasion de m'entretenir à ce sujet, en privé, avec deux des plus puissants responsables de banque centrale. Le 27 mai 2015, à Séoul, en Corée du Sud, j'ai discuté avec Ben Bernanke, ex-président de la Réserve fédérale. Deux semaines plus tard, le 11 juin, je me suis entretenu avec John Lipsky, ex-responsable du FMI, à New York. (Curieusement, Lipsky est

le seul Américain qui ait jamais dirigé le FMI ; il a occupé ce poste par intérim, lors de la démission imprévue de Dominique Strauss-Kahn, jusqu'à ce que le conseil d'administration remplace Dominique Strauss-Kahn par Christine Lagarde. Traditionnellement, le responsable du FMI n'est jamais Américain). Sans que je ne le leur demande, et sans s'être concertés, ces deux responsables ont utilisé exactement le même mot pour décrire le système monétaire international actuel : « incohérent ». Ils voulaient dire que le monde monétaire n'a ni ancrage, ni cadre de référence.

Le choc du Brexit, le 23 juin 2016, illustre très bien ce que Bernanke et Lipsky ont voulu dire. La livre sterling est passée de 1,50 \$ à 1,32 \$ en deux heures, mais que s'est-il réellement produit ? Le dollar a-t-il augmenté, ou bien la livre a-t-elle baissé ? Si la réponse est que le dollar a augmenté, alors pourquoi a-t-il baissé de 4,8% face à l'or au même moment ? Si la réponse est que le dollar a augmenté et baissé selon l'unité de mesure (l'or ou la livre sterling), alors pourquoi privilégier une unité de mesure plutôt que l'autre ? Vu sous cet angle, la monnaie actuelle est noyée dans un kaléidoscope d'évaluations. C'est ce que Bernanke et Lipsky voulaient dire, en parlant d'incohérence. Cela sous-entend qu'il faudrait un nouvel accord de type Bretton Woods : une réforme du système monétaire international et de nouvelles règles du jeu.

Pour créer un nouveau système, il faut que la Chine détienne de l'or. Sous l'ancien système de Bretton Woods, l'Europe et le Japon ont acquis 11 000 tonnes d'or auprès des États-Unis, entre 1950 et 1970. L'impact sur le marché n'a jamais été un problème car le cours de l'or était fixe, à 35 \$ l'once. Aujourd'hui, pour atténuer cet impact sur le marché, l'or doit être déplacé furtivement, à l'aide d'intermédiaires tels que la BRI, ou HSBC, qui s'occupent de transférer de grosses quantités d'or des

chambres fortes de Londres, en passant par les affineurs suisses, pour être enfouies à Shanghai.

En novembre 2015, le FMI a annoncé que la Chine *pourrait* intégrer prochainement le club sélect des devises contenues dans le panier des droits de tirage spéciaux. Cet acte a été suivi d'une étude du FMI, datée du 15 juillet 2016, prévoyant la création d'un marché basé sur les DTS (les « M-DTS »), et devant coexister avec les DTS officiels (les « O-DTS »). Comme par hasard, selon un article de Reuters du 1^{er} août 2016, la Banque mondiale et la China Development Bank auraient planifié l'émission d'obligations privées libellées en DTS. D'autres émissions d'obligations libellées en DTS devaient être réalisées peu de temps après, par le géant bancaire ICBC et l'Asian Infrastructure Investment Bank, basés en Chine. Enfin, le 1^{er} octobre 2016, le yuan a officiellement intégré le panier des DTS, avec une pondération de 10,92%, soit une part plus importante que celle accordée au yen et à la livre sterling.

Le transfert d'or vers la Chine, l'intégration du yuan aux DTS, et la préparation d'un marché des DTS profond et liquide, sont autant d'ingrédients d'un nouveau Bretton Woods, mais sans la transparence et l'obligation de rendre des comptes, inhérentes aux véritables accords de Bretton Woods. Le nouveau système peut être qualifié de « vaste marchandage⁵⁸ » furtivement, et que seuls quelques membres de l'élite mondiale comprennent totalement.

58 *Grand Bargain* : Nom donné à une tentative de compromis politique entre démocrates et républicains, aux États-Unis, aux cours des débats relatifs au budget 2011. Les démocrates voulaient bien opérer des coupures dans les dépenses publiques et la protection sociale en échange d'une augmentation des impôts fédéraux. Mais avec la montée du Tea Party, cela fut impossible. Par ailleurs, la base de l'électorat démocrate était contre la réduction de la protection sociale

La phase finale de cette vaste entente ce serait que l'inflation éponge le coût réel de la dette souveraine mondiale. Si les banques centrales ne parvenaient pas à provoquer l'inflation en dépit de toutes leurs tentatives acharnées, le FMI en génèrerait à leur place en émettant des DTS de façon massive, destinés à être dépensés sur le plan mondial, en infrastructures et prestations sociales. Les besoins en infrastructures, par l'entremise de la Banque mondiale, seraient ciblés sur le prétendu changement climatique, l'une des occupations préférées de l'élite.

À présent, on peut totalement cerner le plan post-crise de l'élite international :

- mettre la main sur le système bancaire, 2009-2010 ;
- redistribuer de l'or à la Chine, 2009-2016 ;
- redéfinir les DTS, 2015-2016 ;
- émettre et distribuer des DTS, 2017-2018 ;
- détruire la dette grâce à l'inflation, 2018-2025.

La glace-neuf et la doctrine du choc sont au service de ce plan. Une nouvelle crise financière survenant avant que l'inflation n'ait pris le pas serait très déflationniste et contraire aux objectifs de l'élite. La glace-neuf stoppe net la crise, bloque la liquidation des actifs afin de donner au plan basé sur l'inflation le temps de fonctionner. La stratégie du choc est tenue en réserve afin de pouvoir engager au beau milieu d'une crise des projets privilégiés, tels que le changement climatique et la guerre contre le *cash*.

Si tout se passait bien, ni l'un ni l'autre ne serait nécessaire, et l'élimination de la dette s'effectuerait comme prévu. Comme toujours, les gagnants seraient les banques et les gouvernements. Les perdants seraient les investisseurs – excepté les élites qui

seraient impliquées dans le plan ou qui pourraient en avoir un aperçu et s'y préparer.

La théorie de la complexité se joue des plans. La trajectoire la plus probable est celle que personne ne voit. Une crise systémique pourrait survenir à tout moment. Les élites du monde monétaire évolueront rapidement vers une solution type glace-neuf. Mais la société civile se révoltera. Les citoyens n'accepteront pas les 330 \$ de retrait autorisé par jour, ainsi que les vagues promesse de réouverture des places boursières et de dégel des comptes « dès que les conditions le permettront ». Il y aura des émeutes. Il se pourrait que des banques soient brûlées, des supermarchés pillés et des infrastructures cruciales détruites, et tout cela dans le but de sécuriser une richesse passagère. Après la glace-neuf et les émeutes financières viendraient le néofascisme, la loi martiale, les arrestations de masse et le contrôle des médias par le gouvernement. Voilà quel serait le dénouement.

Le palais Colonna

Au cœur de Rome, à deux pas de la colline Quirina, se trouve un palais, propriété de la même famille depuis 31 générations, et plus de 900 ans. Cette dynastie familiale a débuté au XI^e siècle, avec Pietro Colonna, qui vivait dans la ville de Colonna, au sud de Rome. Les membres de la famille se sont installés dans le palais actuel aux environs de 1200 apr. J.-C. Le palais a connu une succession d'architectures au fil des siècles. La modeste résidence initiale est devenue une forteresse, puis le palais actuel. Sa construction s'est principalement étalée sur cinq siècles. Les façades, les appartements intérieurs et les galeries datent de la fin de la Renaissance, tandis que les extensions baroques ont été réalisées aux XVII^e et XVIII^e siècles.

L'histoire de la famille est aussi spectaculaire que le palais en soi. Le poète Dante Alighieri a séjourné dans le palais alors qu'il était ambassadeur de Florence auprès du pape Boniface VIII, en 1301. Au xv^e siècle, Oddone Colonna a été nommé pape sous le nom de Martin V.

Selon des récits rappelant les films du *Parrain*, la famille Colonna a combattu sans relâche la famille Orsini pour le contrôle de Rome dans les années 1400. En 1511, le Pape Jules II a organisé une réunion de conciliation et les deux familles se sont engagées à respecter un traité de paix connu sous le nom de « Pax Romana ». En 1527, lorsque les forces de l'empereur Charles V ont pillé Rome, le palais Colonna a été épargné en raison des bonnes relations que la famille entretenait avec les Habsbourg. L'un des membres éminents de la famille, Marcantonio II Colonna, faisait partie des commandants victorieux, avec Andrea Doria et don Juan d'Autriche, lors de la bataille de Lépante, qui repoussa l'invasion ottomane en 1571. Les récompenses reçues pour cette victoire chrétienne ont considérablement augmenté la fortune familiale.

Outre des plafonds voûtés, des sols de marbre et des moulures dorées, le palais renferme une collection inestimable de toiles et sculptures du Tintoretto, de Brueghel l'Ancien et d'autres grands noms de la renaissance et de la période baroque. La tante de Marcantonio, Vittoria Colonna était poétesse et fut la muse de Michel-Ange, qui a également séjourné au palais. En échange de cette amitié, Michel-Ange intégra le portrait de Vittoria dans une décor de la chapelle Sixtine.

Même au xx^e siècle, le prestige de la famille Colonna perdure : Ascanio Colonna fut ambassadeur d'Italie à Washington en décembre 1941. Il démissionna de ses fonctions en signe

de protestation contre son propre gouvernement, lorsque Mussolini déclara la guerre aux États-Unis.

Un soir d'automne 2012, j'ai participé à un dîner privé dans ce palais, en compagnie d'un petit groupe d'investisseurs comptant parmi les plus riches du monde. Mes compagnons de table étaient essentiellement des Européens, quelques Asiatiques et très peu d'Américains. Dans ce décor de marbre, de dorures, de toiles et d'architecture grandiose, je me suis interrogé sur la signification des *anciennes fortunes* par rapport aux *fortunes récemment acquises* par ces gens qui se retrouvent pour boire des cocktails, près de chez moi, dans le Connecticut. L'expression établit une distinction entre *anciennes fortunes*, que l'on associe aux Rockefeller, Vanderbilt et Whitney, et les *fortunes récentes* que l'on associe aux génies des *hedge funds*, à Greenwich, et aux P-DG de la Silicon Valley. Ce qui est implicite, dans cette distinction, c'est que les anciennes fortunes ont prouvé qu'elles savent préserver leur richesse, alors que l'on ne sait toujours pas ce qu'il adviendra des nouveaux riches qui s'emploient à acheter des yachts, des jets et des requins baignant dans du formol.

Mais les anciennes fortunes, aux États-Unis, ne datent probablement que de 150 ans, voire un peu plus pour certaines familles, comme les Astor et les Biddle. Alors qu'à Rome, je me trouvais en présence d'une fortune datant de 900 ans et toujours intacte. Une fortune familiale qui avait survécu à la peste noire, à la Guerre de Trente Ans, aux guerres de Louis XIV, aux guerres napoléoniennes, aux deux guerres mondiales, et à la guerre froide.

Je savais que la famille Colonna n'était pas unique. D'autres familles semblables, partout en Europe, font profil bas. Elles sont ravies de ne pas figurer dans le classement Forbes 400. Ce type de richesse et de longévité ne tient pas qu'à la chance. En

900 ans, la donne a changé à de trop nombreuses reprises pour que cela ne repose que sur de la chance. Il y a forcément une technique.

Je me suis tourné vers une très belle brune, à ma droite, et lui ai posé la question suivante : « Comment une famille peut-elle conserver sa richesse si longtemps ? C'est un défi au destin. Il doit y avoir un secret ». Elle a souri et m'a répondu : « Bien sûr. C'est facile. Un tiers, un tiers, et un tiers. » Elle a marqué une pause, sachant que j'attendais la suite, et a poursuivi ainsi : « Vous la répartissez pour un tiers en terres, un tiers en œuvres d'art et un tiers en or. Bien entendu, il se peut que vous ayez une entreprise familiale également, et il vous faut des liquidités pour les choses indispensables. Mais les choses durables, ce sont les terres, les œuvres d'art et l'or. »

D'après ce que j'ai compris, Tom Ford et Chanel faisaient partie des « choses indispensables ». Pour autant, cette réponse était parfaitement sensée. Son conseil suivait la règle numéro un, en matière d'investissement : la diversification. Pourtant, cette réponse revêtait une signification plus profonde, enfouie dans cette expression qu'elle avait employée : « les choses durables ». Voici ce que je lui avais demandé : comment une fortune peut-elle durer 900 ans ?

L'art et l'or ont du sens car tous deux sont transportables : vous pouvez les emporter si vous devez fuir, en cas d'adversité. Curieusement, l'art est plus précieux que l'or, rapporté au poids. Au cours d'une future crise, lorsque l'or flambera à 10 000 \$ l'once, un Picasso de très grande valeur pourrait atteindre les 500 000 \$ l'once. Ce n'est pas la manière la plus esthétique de considérer un Picasso, mais c'est une façon de déplacer énormément de valeur au-delà des frontières, avec un minimum de risque de se faire prendre. L'or n'a plus rien à prouver en

termes de réserve de valeur. L'or a continuellement réussi à jouer ce rôle pendant 5 000 ans.

La composante « terres » a été la plus difficile à saisir, dans un premier temps. L'histoire est remplie de conquêtes, de pillages et de changements politiques. On peut perdre ses terres. Néanmoins, un bon titre foncier, une fois établi, est durable. Il existe des milliers de réfugiés cubains, dans la région de Miami, qui peuvent vous montrer les titres de propriété de quartiers autrefois favorisés de La Havane, qu'ils ont emportés avec eux lorsqu'ils ont fui la prise de pouvoir de communistes, en 1959. Ces maisons sont occupées par des responsables du parti depuis 57 ans. Certaines ont été détruites. Mais ces réfugiés conservent le titre de propriété et eux, ou leurs descendants, pourront y retourner un jour. À mesure que les relations se normaliseront entre les États-Unis et Cuba, ces titres ne resteront pas lettre morte.

Un aristocrate du début du XVII^e siècle, en apprenant que des armées en maraude approchaient de son château, pouvait retirer ses toiles de leurs cadres, les mettre dans un sac, placer son or dans une bourse et partir à cheval en les emportant avec lui. Des mois plus tard, il pouvait revenir dans son château, en reprendre possession, empiler son or sur une table et accrocher ses œuvres d'art aux murs. Sa fortune était intacte alors que celle de ses voisins avait peut-être été anéantie.

L'intérêt, entre autres, de ce portefeuille millénaire, c'est que les terres, l'art et l'or ne sont pas numériques. Ils ne peuvent être anéantis par des coupures de courant, le gel des actifs ou des cyber-brigades. La glace-neuf n'a aucune prise sur eux.

L'or physique, sous forme de lingots ou de pièces stockés hors des banques, est au cœur de tous les portefeuilles. Il est

approprié d'allouer à l'or 10% des capitaux disponibles. L'or n'offre pas de rendements (il n'est pas censé le faire : c'est une monnaie), mais ses propriétés restent inégalées, en matière d'assurance et de réserve de valeur. Il vaut mieux éviter les soi-disant pièces d'or anciennes : leur valeur numismatique est nulle et elles sont grossièrement surévaluées. Achetez des pièces neuves, des pièces à cours légal ou des lingots, provenant directement de l'U.S. Mint ou d'un négociant réputé prenant de modestes commissions.

L'or est plus accessible que la plupart des gens ne le pensent. Un jour, j'étais dans un taxi, à Las Vegas. La conductrice, Valérie, m'a demandé pourquoi j'étais en ville. Je lui ai répondu que j'assistais à une conférence sur l'investissement, et cela a donné lieu à une consultation.

En tant qu'ancien chauffeur de taxi, je sais qu'il n'existe pas d'auditoire plus captif qu'un passager. Valérie m'a demandé des conseils d'investissement et j'ai évoqué cette allocation de 10% d'or, comme d'habitude. À un moment donné, je lui ai dit machinalement : « Si vous avez un million de dollars, placez 100 000 \$ sur l'or ; si vous avez 100 000 \$, placez 10 000 \$ sur l'or, et ainsi de suite. Dix pour cent, c'est la bonne proportion ».

Elle m'a dit : « Vous devez plaisanter. J'ai cinquante ans et je n'ai que 10 000 \$ d'économies. Un point c'est tout. » Alors je lui ai dit : « Pas de problème. Achetez une pièce d'or, rangez-la dans un endroit sûr et n'y touchez plus. C'est votre assurance. Le moment venu, le gouvernement vous prendra vos dix mille dollars via l'inflation et les taxes, mais vous aurez toujours votre or. » Elle a dit qu'elle le ferait, mais d'après mon expérience, les épargnants ne vont pas jusqu'au bout.

Les terres sont accessibles à la plupart des investisseurs. Les investisseurs peuvent être propriétaires de leur maison : c'est un bon début. Les terres produisant un revenu, soit sous forme d'immobilier locatif ou de fermes, fournissent un revenu ainsi qu'une réserve de valeur. Les résidences pour retraités, situées dans des sites où ils ont envie de passer leur future retraite, constituent de bons investissements à conserver.

L'art représente l'actif le plus difficilement accessible. Ces investissements doivent se limiter aux œuvres d'art : des toiles, des dessins, des collages, des sculptures. Les œuvres doivent être « de qualité musée » ce qui signifie que soit les œuvres de l'artiste sont déjà dans les musées, soit les conservateurs de musées considèrent qu'ils pourraient les acheter.

La difficulté que posent les œuvres de qualité musée est la suivante : comment faire pour en acheter ? Un multimillionnaire peut s'offrir un Picasso de renom pour 100 M\$, chose que ne peuvent se permettre la plupart des investisseurs. Curieusement, Picasso a été très prolifique, et produit des milliers de petites toiles et de dessins, en même temps que ses œuvres les plus connues. Certaines de ces œuvres peuvent être acquises pour 10 000 \$, voire moins. Cela vaut la peine de s'y intéresser.

La meilleure façon d'investir 1 M\$, voire moins, dans des œuvres d'art dignes des musées, consiste à passer par un fonds – bien structuré et bien géré – spécialisé dans l'art. Tous ne se valent pas. Certains sont mal structurés et leurs motivations sont incompatibles. Certains souffrent de conflits d'intérêt inhérents avec les marchands qui les dirigent. Mais d'autres fonds sont gérés sans aucun conflit d'intérêt, les intérêts entre dirigeants et investisseurs sont compatibles, et les frais sont raisonnables. Ces fonds sont peut-être difficiles à trouver, mais ils existent.

Bien entendu, un portefeuille comportant un tiers de terres, un tiers d'œuvres d'art et un tiers d'or, c'est extrême. Cela ne peut constituer la totalité d'un portefeuille : il faut toujours des liquidités. Dans un portefeuille-type, il y a également toujours de la place pour des actions, des obligations et d'autres solutions, sous réserve de les sélectionner soigneusement. Une entreprise familiale est un actif qui entre dans une autre catégorie. Qu'il s'agisse d'un immense patrimoine industriel comme celui de la famille Wallenberg, en Suède, ou du propriétaire du pressing ou de la pizzeria du coin, une entreprise exerçant une activité doit être considérée à part, et ne pas être comprise dans un portefeuille.

Pour ceux qui ont de l'expertise et des relations hors du commun, cela a du sens d'investir en tant que *business angel* ou aux tous premiers stades d'un projet de type capital-risque. Bien que risqués, ces investissements ne sont pas des paris aveugles comme peuvent l'être les marchés actions. Ce sont des paris à risques raisonnés, fondés sur une richesse créée en toute bonne foi par des entrepreneurs, des inventeurs, et des personnes disposant de compétences exceptionnelles en matière de mise en œuvre de *business plan*.

Les obligations de grande qualité ont leur place pour aider les investisseurs à atteindre leurs objectifs. Les obligations sont assorties de dates de maturité et de coupons. Les investisseurs ont des objectifs à long terme, comme l'éducation et la scolarité de leurs enfants, ou la retraite. Avec un crédit de bonne qualité et une protection supplémentaire contre l'inflation – que l'or procure très bien – un portefeuille obligataire procurera des rendements à différentes échéances permettant de répondre à de futurs besoins. Ce type de portefeuille obligataire est à conserver.

Les actions cotées doivent représenter une part modeste des actifs. Pas plus tard que dans les années 60, dans certains États, la loi interdisait aux fiducies d'acheter des actions. Les souvenirs du krach de 1929 étaient encore cuisants. Le marché actions n'était pas mieux considéré qu'un repaire de voleurs, au sens biblique du terme. Jusque dans les années 1970, les portefeuilles des assureurs et des fonds de retraite étaient centrés sur des obligations sélectionnées avec soin, afin de s'acquitter des engagements pris vis-à-vis des bénéficiaires. Ce n'est qu'au passage de l'*Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) de 1974 que l'on a ouvert les vannes et laissé entrer sur le marché actions un flot de financements issus de comptes fiduciaires. Derrière l'ERISA, les plans-retraites 401(k), les fonds communs de placement, les levées de conflit d'intérêt, et les multiples extensions effectuées depuis, plane l'ombre à peine dissimulée de Wall Street, tous ces éléments étant conçus pour normaliser et élargir le champ permettant de placer des actions risquées dans des comptes censés préserver un patrimoine et être gérés avec prudence. Wall Street ne se soucie que de ses commissions, et non de votre bas de laine.

Il vaut mieux éviter les fonds privés de *private equity* en raison de l'absence de transparence, des frais élevés et des conflits d'intérêt. Les transactions de ces fonds débutent par un pillage organisé des premiers actionnaires des sociétés ciblées. Ensuite, les sociétés ciblées sont pillées via des honoraires spéciaux, des dividendes préférentiels, et des conditions privilégiant les gestionnaires de fonds. De soi-disant profits sont réalisés grâce au levier, ce qui se solde également par un pillage en règle lorsque les transactions s'effondrent et sèment des créances douteuses dans les banques. Dans ce cas, il s'agit d'une bande de pirates qui en attaque une autre. (Si les banques se trouvent en difficulté, l'argent du contribuable est mobilisé pour les sauver,

ce qui représente également une forme de pillage). Enfin, ceux qui investissent dans les fonds de capital-investissement se font piller car les gestionnaires visent des rendements de type obligataire qui compensent rarement un risque similaire à celui des actions. Tous les rendements excédentaires réalisés via l'effet de levier sont siphonnés par les gestionnaires de fonds au lieu d'être dirigés vers les investisseurs. Ultime coup de grâce, les gérants de fonds revendiquent le statut fiscal relatif aux plus-values du capital au lieu de classiques honoraires de gestion. Le contribuable ordinaire se fait donc à nouveau piller. Voilà pourquoi les génies des fonds de capital-investissement sont milliardaires et vivent dans des domaines de type *latifundio*, près de Telluride, dans le Colorado, et Jackson Hole, dans le Wyoming. Il n'y a aucune raison que vous facilitiez ce pillage ou que vous en soyez victime.

Les *hedge funds* sont un cas difficile. Ils fonctionnent en théorie, mais pas en pratique. Ils sont destinés à produire des rendements réels pondérés des risques – connus sous le nom d'alpha. Ils se basent sur le *market timing*, les stratégies *long-short* et l'arbitrage. Les investisseurs qui détiennent des positions longues à long terme endurent des krachs ponctuels et des marchés baissiers pour pouvoir profiter de spectaculaires marchés haussiers. Le problème, c'est que nous ne vivons pas assez longtemps pour nous remettre de graves pertes, ou bien nous sommes parfois forcés de vendre (cela vous dit quelque chose ?) en phase de baisse. Les *hedge fund* se targuent de surperformer les portefeuilles exclusivement axés sur des positions longues. S'il est facile de décrire les voies de la surperformance – le *market timing* et les stratégies longues-courtes – le réel talent est difficile à dénicher.

Un *market timing* réussi est une compétence rare exigeant systématiquement des informations d'initiés. Certaines informations d'initiés sont légales – celles que vous trouvez par vos propres moyens – mais il est tentant de rechercher le délit d'initié et c'est la raison pour laquelle de nombreux ex-gérants de fonds se trouvent derrière les barreaux. Un *market timing* réussi (et légal) exige des analyses originales (toujours rares) et des modèles non standardisés encore plus rares. Seuls une poignée de gérants offrent les deux, et ils ne sont pas très médiatisés.

Les stratégies *long-short* basées sur les fondamentaux des actions sont plus accessibles. Traditionnellement, les actions de certains secteurs surperforment les autres. En début de période d'expansion, les actions les plus risquées, dans les domaines des technologies et des sciences, représentent les meilleurs paris. Au stade intermédiaire d'une expansion, les actions des *small-caps* se rattrapent et peuvent surperformer. En fin de période d'expansion, il vaut mieux que les investisseurs se réfugient vers les services aux collectivités et les producteurs de biens de consommation non durables. Ce passage d'une catégorie vers une autre, au moment opportun, s'appelle la « rotation sectorielle », et est une stratégie courante, à Wall Street. Le gérant de *hedge fund* peut prendre une position longue sur des actions qui promettent de surperformer, et une position courte sur celles qui sont censées sous-performer. Ainsi, les gérants amplifient les gains tirés de la rotation sectorielle et construisent un *firewall* neutre du point de vue du marché, pour se protéger des chocs. Michael Belkin a été l'un des maîtres en la matière. Il n'est pas le seul, mais ils sont peu nombreux. Le problème, c'est que les gérants qui sont spécialisés dans ces stratégies *long-short* ne joignent pas le geste à la parole. Ils se précipitent sur les trades populaires du moment et essuient des pertes

lorsque la roue du *risk-on/risk-off* tourne sur l'impulsion de catalyseurs macroéconomiques sans relation avec les analyses boursières fondamentales que les gérants ont apprises en école de commerce.

L'arbitrage est une stratégie *long-short* également, motivée par les mathématiques, et appliquée aux actions, obligations, matières premières et devises. Si elle est réalisée correctement, elle fonctionne dans toutes les situations de marché. L'arbitrage s'appuie sur la valeur relative. Deux obligations émises par le même emprunteur, assorties d'un risque de crédit et de maturités similaires devraient, en théorie, se négocier avec des rendements à maturité similaires. Souvent ce n'est pas le cas car les institutions privilégient la liquidité d'une obligation au détriment de l'autre, en se basant sur le fait que l'une des obligations a été émise plus récemment et qu'elle s'est échangée de façon plus dynamique. Les arbitragistes achètent alors l'obligation « bon marché », shortent l'obligation « chère », ne plus touchent à rien et attendent que les cours convergent (cela se produit à maturité, si ce n'est avant) : ils empochent alors un *spread* relativement dénué de risque.

L'arbitrage peut s'appliquer à d'autres catégories d'actifs bon marché ou coûteux, mais moins il existe de similitudes entre les deux, plus le risque est grand que les *spreads* identifiés ne convergent pas comme prévu. Dans la mesure où deux instruments figurant dans une transaction d'arbitrage ont une faible volatilité et un faible risque de crédit, le trade peut être considéré comme relativement dénué de risque et être amplifié, grâce au levier, afin de combiner la volatilité et un rendement attendu plus élevé.

Le défaut de cette géniale théorie de l'arbitrage dénué de risque, c'est qu'en cas de crise, les *spreads* des cours peuvent

s'écarter avant de converger. Un acteur endetté peut se faire saigner avec des appels de marge sur des pertes enregistrées avant d'avoir atteint la terre promise de la convergence. Le succès de l'arbitrage découle également du *market timing*.

En fait, tous les résultats *alpha* issus du *market timing*, et la seule source de réussite constante du *market timing*, c'est l'information provenant de l'intérieur. C'est ce qu'a démontré le lauréat du prix Nobel, Robert C. Merton, dans un article complexe paru en 1981 sous le titre « On Market Timing and Investment Performance. I. An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts ». Les informations provenant de l'intérieur sont soit issues du vol, ce qui est illégal, soit d'une capacité d'analyse supérieure, chose parfaitement légale mais rare.

Le 10 septembre 2009, j'ai témoigné sous serment devant le Congrès, à propos du rôle joué par les modèles de gestion du risque lors de la crise financière de 2008. Nassim Taleb, célèbre auteur de *The Black Swan*⁵⁹, témoignait également. Lors de l'audition, Taleb et moi avons déclaré que la façon dont Wall Street rémunérait le modèle « pile je gagne, face tu perds » était l'un des facteurs ayant contribué au krach. Nous avons témoigné que les banquiers étaient largement surpayés et incités à avoir un comportement téméraire. L'un des membres du Congrès, pro-marché libre, nous a grondés du haut de sa tribune et a déclaré que nos propositions visant à limiter la rémunération empêcherait Wall Street d'attirer des « talents ». La réponse de Taleb a été détonante : « Quel talent ? Ces personnes ont détruit dix mille milliards de dollars de richesses ! »

Taleb avait raison. La plupart des traders de Wall Street ne sont pas extrêmement talentueux. Déguerpir d'une banque

59 Le Cygne Noir

d'investissement pour aller dans un *hedge fund* n'améliore pas le talent d'un trader : cela modifie simplement son modèle de rémunération. Pourtant, il existe un petit nombre de *hedge funds* gérés par des traders extrêmement talentueux, qui ont recours à des stratégies basées sur la macroéconomie mondiale, les positions *long-short* sur le marché actions, et l'arbitrage. Ils méritent leurs honoraires mais sont difficiles à dénicher.

Voici à quoi ressemble la superstructure d'un portefeuille à toute épreuve permettant de préserver votre argent lors du prochain effondrement, et d'atténuer le gel d'actif type glace-neuf :

- 10% d'or physique et d'argent (pièces et lingots mais pas de numismatique) ;
- 30% de liquidités (dont des espèces) ;
- 20% d'immobilier (produisant des revenus, ou bien agricole) ;
- 5% de fonds dédiés à l'art (œuvres de « qualité musée » uniquement) ;
- 10% d'investissements type *business-angel* ou capital-risque en phase initiale (Fintech, ressources naturelles, eau) ;
- 5% de *hedge fund* (stratégie global-macro, *long-short* sur le marché actions, ou d'arbitrage) ;
- 10% d'obligations (uniquement des obligations souveraines d'excellente qualité) ;
- 10% d'actions (ressources naturelles, minières, énergie, services aux collectivités, technologies).

L'entreprise familiale ne doit pas faire partie des capitaux disponibles. Elle doit exister hors de ce portefeuille. À l'exception des espèces, des actions et des obligations, il est possible de détenir directement des titres de propriété physiques, ou sous forme contractuelle, de tous ces actifs, sans s'appuyer sur des banques, des courtiers, des places boursières ou des registres

numériques. Ces actifs ne pourront pas être piratés. Certains sont illiquides. La glace-neuf n'aura aucune prise sur la plupart d'entre eux. Cette répartition offre une protection contre l'inflation, la déflation et les crises.

Il est important que les investisseurs demeurent vigilants et réactifs. À un moment donné, il faudra utiliser les liquidités vers une autre catégorie, peut-être la terre, l'or ou l'art. De la même façon, peut-être faudra-t-il vendre les obligations une fois que l'inflation se manifesterá. Il ne s'agit pas d'un portefeuille constitué une bonne fois pour toutes. Néanmoins, c'est un bon point de départ, en période d'incertitude.

Par-dessus tout, les investisseurs doivent étudier l'Histoire. Tout ce qui nous guette s'est déjà produit auparavant, mais beaucoup de choses ne se sont pas produites récemment. On a la mémoire courte. Les psychologues ont démontré que l'expérience récente ne fait pas le poids, face au comportement des hommes. Wall Street s'appuie sur ce biais de l'expérience récente pour voler les investisseurs en appliquant les mêmes méthodes tous les dix ans. P.T. Barnum disait : « Toutes les minutes naît un pigeon ». À notre époque, on pourrait dire en corollaire que les pigeons ont la mémoire courte. Wall Street compte là-dessus.

La lecture est un bon moyen d'étudier l'Histoire, de même que les voyages. Mieux encore, documentez-vous sur un lieu historique, puis allez le voir. Avant de structurer votre portefeuille, allez dans la Ville Éternelle. Allez visiter l'intérieur du Palais Colonna. Tandis que vous admirerez les galeries et les appartements privés, que vous parcourrez les sols de marbre et admirerez les moulures dorées qui appartiennent à la même famille depuis 900 ans, demandez-vous comment elle a fait.

La famille Colonna a conservé sa fortune malgré les guerres, la peste, les révolutions, les pillages et le ravage du temps. La survie n'est pas qu'une question d'actifs. Les Colonna se sont profondément impliqués dans la politique et l'Église romaines. Certains amis, au sein de la Cour des Habsbourg, se sont révélés précieux à des moments cruciaux.

Et pourtant, d'autres personnes ont eu des amis, dans certaines cours, et n'ont pas aussi bien survécu. Il existe une profonde différence entre le vulgaire argent et une fortune dynastique. Au Palais Colonna, cette différence est visible partout.

EN MARCHE, VERS LA FAILLITE

Conclusion

Le 11 février 2015, par une soirée glaciale, j'ai participé à un débat conventionnel face à un auditoire, dans un théâtre non loin de Broadway, dans l'Upper West Side de Manhattan. La proposition de débat était une poudrière : « Au diable les déclinistes : misez sur l'Amérique ». C'était censé donner lieu à un débat sur la question de savoir si l'Amérique était toujours en pleine ascension ou bien une puissance en déclin. Deux personnes intervenaient côté « pour », et deux autres côté « contre » pour en débattre. Ma partenaire et moi étions contre. Avec cet intitulé, nous étions déjà littéralement maudits avant même de monter sur scène : il y a mieux pour débiter une soirée.

Ma partenaire de débat était une brillante auteure canadienne, également membre du Parlement : Chrystia Freeland. Dans le camp opposé se trouvaient Josef Joffe, rédacteur en chef de *Die Zeit*, le plus grand quotidien allemand, et Peter Zeihan, un consultant en géopolitique, membre du groupe ayant fondé Stratfor, une agence de renseignement privée. L'animateur était John Donovan, correspondant international pour ABC News et journaliste aguerri et à l'esprit vif.

L'auditoire a exprimé son opinion sur la question en votant avant le débat. Après trois rounds de prise de parole, entrecoupés de dialogues informels et de questions posées par Donovan, l'auditoire a voté à nouveau. Le gagnant n'était pas celui qui emportait la majorité, mais celui dont l'équipe avait le mieux réussi à modifier l'opinion de départ.

Les arguments de Joffe étaient simples. Ceux qui jugeaient que l'Amérique vivait un déclin depuis des dizaines d'années avaient systématiquement tort. En 1957, l'Amérique avait paniqué face au satellite Spoutnik soviétique qui présageait que les communistes allaient conquérir l'espace. En fait, le Spoutnik n'était rien de plus qu'une sphère de la taille d'un ballon de basket, en alliage d'aluminium, munie d'un transmetteur qui s'éteignit au bout de quelques semaines. Douze ans plus tard, l'Amérique envoyait un homme sur la Lune, fait jamais égalé par une autre nation. Le choc du Spoutnik avait donné une impulsion à l'enseignement des sciences, en Amérique, et abouti directement aux progrès enregistrés dans les domaines de l'informatique, la miniaturisation et des télécommunications. L'Amérique aurait dû remercier les Soviétiques d'avoir lancé le Spoutnik. Selon Joffe, l'Amérique finissait toujours par gagner.

Joffe énonça ensuite toute une série d'autres défis lancés à la puissance américaine, ayant échoué aussi vite que le Spoutnik. Dans les années 1960, John F. Kennedy avait été élu président sur les craintes d'un « missile *gap* » (écart en faveur de l'Union soviétique en matière de missiles). Dans les années 1970, on craignait que l'argent du pétrole arabe ne rachète toutes les terres agricoles d'Amérique. Dans les années 1980, le Japon dominait au point que l'on disait que les terrains du Palais impérial de Tokyo valaient plus cher que la totalité de l'État de Californie. Dans les années 2000, la Chine était un géant qui allait faire reculer l'Amérique avec sa main-d'œuvre bon marché et son épargne élevée.

Et pourtant, les menaces soviétiques, arabes et japonaises se sont envolées, et la Chine vit un échec en ce moment même. L'Amérique est numéro un et va le rester en dépit des craintes des Américains.

Les arguments de Zeihan relevaient moins de l'Histoire et davantage de la géopolitique classique. Il parla du destin démographique de l'Amérique, et de ses avantages géographiques solidement établis. Zeihan démontra que l'Europe et la Chine semblaient, du point de vue démographique, leur population vieillissant et basculant des groupes d'âges les plus productifs aux moins productifs, ce qui limite sérieusement la croissance. Selon lui, la Russie et le Japon étaient dans une situation encore pire, ces deux pays étant passés sous le taux brut de reproduction. Le déclin des populations russes et japonaises était irréversible et ces deux nations vouées à perdre leur importance économique. Parmi les principales économies, seule l'Amérique disposait du bon dosage de démographie et d'immigration afin de fournir une croissance démographique suffisante permettant également de produire une croissance économique.

Zeihan parla également des avantages économiques du transport par voie navigable *versus* le transport par camion. L'Amérique disposait de loin du réseau de fleuves le plus vaste et le mieux réparti, et de voies navigables reliant les côtes afin de faciliter le transport bon marché des produits agricoles, de l'énergie et des produits manufacturés. Non seulement les océans Atlantique et Pacifique rendaient l'Amérique invulnérable aux invasions provenant de l'ouest et de l'est, mais les frontières amicales avec le Canada et les déserts et montagnes du Mexique nous rendaient également invulnérables aux attaques provenant du nord et du sud. Aucun autre pays ne possédait des frontières aussi sûres, et de telles capacités à produire des capitaux au sein de ces mêmes frontières. Affaire classée.

Ma partenaire, Chrystia Freeland, formula une critique qui n'était pas basée sur des prouesses technologiques ou géopolitiques, mais sur la justice sociale. Elle décrivit à quel

point la classe moyenne américaine avait été quasiment anéantie. Désormais, la marée montante ne soulevait plus tous les bateaux⁶⁰. Au contraire, seuls les riches devenaient immensément plus riches tandis que les pauvres se trouvaient dans une situation de plus en plus désespérée. L'Amérique était divisée entre une élite éduquée dans les universités les plus prestigieuses et visant des emplois dans les banques de Wall Street, et une classe défavorisée ne sachant pas lire. Ceux qui demeuraient au milieu croulaient sous les prêts immobiliers et étudiants, et gagnaient de faibles salaires, conséquence de la mondialisation et des dynamiques de cette concurrence du XXI^e siècle où le gagnant rafle tout. Et aussi sûr que la nuit succède au jour, la polarisation politique prenait source dans la polarisation économique. Cette division était visible chaque jour dans les médias, les sondages et le processus politique. Des divisions et une dégradation semblables avaient détruit des systèmes représentatifs, que ce soit la République de Rome ou l'Allemagne de Weimar. À présent, cette division caractérisait l'Amérique.

J'étais le dernier à débattre, à la tribune. J'ai dit que nos opposants avaient raison. Joffe avait raison de dire que ces affirmations passées, concernant la fin de l'Amérique, étaient très exagérées. Zeihan avait raison de dire que les ressources et la démographie américaines offraient au pays des avantages à long terme par rapport à ses rivaux. On pouvait l'admettre aisément.

Mon angle d'attaque était le suivant : une période de cent ans est trop courte pour pouvoir prédire un effondrement. L'histoire abonde d'effondrements soudains de royaumes,

60 S'inspire d'une célèbre citation de John F. Kennedy et signifie, dans ce cas, que toutes les catégories ne profitent plus de la croissance économique

essentiellement de systèmes sociaux complexes, qui ont pourtant résisté pendant des siècles. Pour comprendre le déclin de l'Amérique, la perspective doit être plus étendue.

Lors de la bataille d'Hastings, un observateur, à l'aube, aurait pu penser que le monarque anglais, Harold, serait vainqueur : il disposait de troupes plus nombreuses, d'une position de supériorité, et il se battait sur son territoire. Cette opinion aurait pu se renforcer en fin de matinée, encore. Les archers de William le Conquérant n'étaient pas parvenus à prendre un avantage déterminant. Dans l'après-midi, les lignes d'Harold résistaient fermement aux assauts répétés de William. Alors que le crépuscule approchait, il suffisait qu'Harold résiste encore un peu plus. Les troupes de William, sans aucun espoir de ravitaillement, auraient pu battre en retraite et laisser le trône d'Angleterre à Harold et à sa progéniture. C'est alors que William lança un ultime assaut en recourant à une manœuvre par le flanc. Les lignes anglaises se rompirent brusquement. Harold et ses plus fervents partisans furent tués. William s'empara du trône d'Angleterre. La chute du royaume d'Harold survint rapidement, de façon inattendue. C'est la nature même de la complexité.

La complaisance de Joffe concernant la réussite américaine ne diminuait pas mes inquiétudes concernant un revirement brutal. Son court segment historique n'était pas un socle suffisant. Joffe se concentrait en quelque sorte sur la situation du roi Harold à midi, tandis que moi, j'évaluais celle de William au crépuscule.

Les arguments de Zeihan excluait également la véritable menace guettant l'Amérique. Son histoire et sa géographie étaient parfaites. Pour autant, personne ne s'attend à ce qu'un débarquement amphibie ait lieu sur les plages du New Jersey

ou à ce que des colonnes armées mexicaines marchent sur l'Arizona. L'Amérique est bien protégée de ces menaces, mais elles importent peu. Le 1^{er} mars 2016, l'amiral Michael S. Rogers, directeur de l'agence de la Sécurité nationale et commandant de l'US Cyber Command, a déclaré : « Ce n'est qu'une question de temps... avant... qu'un État-nation, un groupe ou un individu ne commette un acte de destruction contre des infrastructures américaines cruciales. » Les océans de Zeihan ne protègent pas l'Amérique de missiles, de satellites et de virus informatiques.

Il est également vrai, comme le soulignait Zeihan, que le réseau de transports par voie navigable, aux États-Unis, est une énorme source de création de capital. Mais à quoi bon si la création de capital est gaspillée dans des mesures inefficaces et entachées de corruption ? Les bienfaits tirés de la nature généreuse des États-Unis sont sans cesse gaspillés dans des bulles d'actifs et une spéculation permises par la politique des taux d'intérêt de la Fed. La richesse de l'Amérique est détournée en faveur de quelques-uns au lieu d'être partagée par la majorité.

Avant le débat, j'avais envisagé d'énoncer toute la liste des dettes et déficits qui plombent l'avenir de l'Amérique. Il aurait été facile d'énumérer les projections du Bureau du budget du Congrès américain (CBO⁶¹) concernant le ratio dette/PIB américain, l'insolvabilité imminente de la Sécurité sociale, la croissance pathétique qu'affiche la reprise actuelle par rapport aux solides reprises enregistrées dans les années 1950 à 1990, la diminution de la participation à la main-d'œuvre, les salaires réels stagnants, l'inégalité des revenus grandissante et j'en passe. Contrairement à ce que pensait Joffe, ces tendances ne sont pas une éternelle répétition du passé. Elles sont nouvelles et menaçantes.

61 Congressional Budget Office

Lors du débat, j'ai adopté une approche différente, plus théorique. Je n'ai pas émis le postulat d'un long et lent déclin. Ma mise en garde portait sur un déclin instantané, que je qualifie de catastrophique, dans ce livre. Ce type de déclin invalidait les arguments de Joffe et de Zeihan. Peut-être bien que les perspectives des États-Unis seraient meilleures en 2025, en se fondant sur des tendances comparatives. Mais ce que je voulais dire, c'est que nous n'irions pas jusque-là.

L'effondrement pouvait se produire plus tôt, avec des conséquences si profondes qu'une avance démographique sur la Russie ou le Japon importerait peu. Même si les États-Unis disposaient de plus de monde pour ramasser les débris, le vase serait tout de même brisé.

J'ai expliqué à l'auditoire un modèle de complexité simplifié, en utilisant l'auditoire lui-même afin d'illustrer de quelle façon quelques personnes saisies de panique pourraient faire paniquer, et fuir, l'auditoire tout entier. La peur est contagieuse, comme un virus. Ensuite, je voulais leur montrer qu'à mesure qu'un système se développe de façon linéaire, son instabilité se développe de façon exponentielle.

Je leur ai montré que le risque systémique s'était développé de façon exponentielle via la concentration des actifs bancaires, la croissance des dérivés, et un surcroît de densité via les swaps d'actifs, l'effet de levier et les banques parallèles. J'ai mis l'auditoire au défi de voir comment un effondrement systémique était non seulement possible mais inévitable. Ce serait le plus vaste effondrement de l'histoire car il s'amorcerait à l'échelle la plus élevée.

Pour clore mon argumentaire concernant le déclin de l'Amérique, j'ai décrit ce qui se passerait, lors du prochain effondrement. La Réserve fédérale serait incapable d'imprimer

de l'argent, comme elle a pu le faire au cours des crises précédentes car son bilan est toujours gonflé. Si elle imprimait 4 000 Mds\$ en plus des 4 000 Mds\$ qu'elle a déjà émis depuis 2008, cela ferait basculer la confiance au-delà du point de rupture. Les liquidités d'urgence devraient provenir du FMI, sous forme de DTS. Le sauvetage conduit par le FMI entraînerait un contrôle accru du système monétaire international aux mains de la Chine, de la Russie et de l'Allemagne. Cette fin de l'hégémonie du dollar ferait ressortir le déclin de l'Amérique de façon aussi décisive que Bretton Woods avait mis fin à l'Empire britannique.

Lorsque j'ai évoqué les DTS, quelqu'un, au milieu de l'auditoire, a éclaté de rire. Impossible de savoir si c'était le ridicule, les nerfs ou le choc de la prise de conscience.

Après avoir expliqué à l'auditoire la complexité, la notion d'échelle et les conséquences de l'effondrement, j'ai conclu mon argumentaire concernant le déclin de l'Amérique. Je me fiais à l'auditoire pour qu'il se rende compte que tout cela s'était déjà produit et que cela se produirait à nouveau.

Si la théorie de la complexité représente un guide vers le futur, il n'en existe pas de meilleur que le passé. À quelque 50 mètres de la côte méridionale turque, près d'un endroit appelé Uluburun, se trouve l'une des plus importantes découvertes archéologiques de tous les temps. À 60 mètres de profondeurs gît l'épave d'un vaisseau qui a pu être daté de 1300 av. J.-C., et dont la cargaison est dispersée tout autour. L'épave a été découverte par un plongeur local, pêcheur d'éponges, Ehmed Çakir, qui en a informé les autorités.

Elles ont fait venir des archéologues chevronnés pour explorer l'épave dans le cadre d'expéditions sous-marines ayant débuté en 1948. Ce que les plongeurs ont trouvé était un

mélange de commerce, de culture et d'économie puisant dans les civilisations interconnectées de la fin de l'Âge de Bronze. Ils ont trouvé les preuves d'une complexité financière datant de 3300 ans, et qui rappelle quelque chose aux financiers d'aujourd'hui.

La cargaison contenait dix tonnes de cuivre et une tonne d'étain permettant de faire des alliages pour fabriquer des armes en bronze. On a également retrouvé des matières précieuses, telles que de l'ébène, de l'ivoire, de l'or, des lingots en verre de cobalt bleu, et de l'ambre. Parmi les armes se trouvaient des sabres, des lances et des poignards. Quant aux aliments, il s'agissait de figues, d'olives et de raisin. La découverte la plus spectaculaire fut celle d'un scarabée en or gravé du nom de la reine égyptienne, Nefertiti.

C'est la provenance de la cargaison, qui a le plus impressionné les archéologues. Le cuivre venait de Chypre et l'étain de Turquie. L'ambre venait de la région de la mer Baltique, à plus de 2 000 km de là. Les lingots en verre de cobalt bleu étaient destinés à l'Égypte, où ils étaient très recherchés. Les aliments venaient de régions situées aujourd'hui en Israël et en Syrie. Tout cela laissait transparaître une version antique de la mondialisation actuelle des systèmes commerciaux et financiers.

Le vaisseau naufragé participait à un commerce côtier en Méditerranée orientale jouant sur les vents dominants – vents d'ouest le long de la côte africaine, vents d'est le long de la côte turque – pour suivre dans le sens inverse des aiguilles d'une montre un circuit parcourant ce qui est actuellement l'Égypte, la Syrie, Chypre, la Turquie et la Grèce.

La cargaison a révélé un réseau commercial plus étendu qui allait de la mer Baltique, au nord, jusqu'au Soudan, au sud, et de la rivière Indus, en Orient, jusqu'en Espagne, en Occident,

soit plus de 41 439 809 km². La richesse, la sophistication et la densité de ce réseau est difficile à saisir, même aujourd'hui.

Et puis soudain, il s'est effondré.

L'effondrement de la civilisation de l'Âge de Bronze, aux alentours de 1200 av. J.-C., un siècle après le naufrage de cette épave, à Uluburun, s'est produit à une vitesse surprenante. En cinquante ans, tous les principaux royaumes et empires se sont effondrés.

L'effondrement n'a pas touché une seule culture mais leur totalité : les Hittites, les Égyptiens, les Mycéniens, les Mésopotamiens, entre autres, ont sombré dans le chaos. Les villes ont brûlé, le commerce a disparu, les envahisseurs sont arrivés et la richesse a été perdue. Les citadins ont fui vers les villages et abandonné la complexité de la vie en ville pour adopter un mode de vie agraire. Un âge des ténèbres qui allait durer 300 ans a débuté, et s'est poursuivi jusqu'à l'avènement d'Athènes et de Rome.

L'effondrement de l'Âge de Bronze, ainsi que cette période sombre, il y a 3 000 ans, ressemblent à l'effondrement, que l'on connaît mieux, de l'Empire romain et de la période également sombre qui a suivi, il y a environ 1 500 ans. Ce que ces deux effondrements nous enseignent, c'est que la civilisation n'est pas linéaire mais cyclique. La société ne devient pas indéfiniment plus riche et plus sophistiquée. Périodiquement, les choses s'effondrent. Ce n'est pas la fin du monde. C'est la fin d'une ère.

La fin de l'Âge de Bronze et celle de Rome se sont produites à 1 500 ans de distance. 1 500 ans se sont écoulés, depuis le dernier effondrement. Une nouvelle catastrophe se prépare-t-elle ?

Difficile de le savoir. On peut dire que la complexité d'une civilisation est la cause de son propre effondrement. Dans

une société comportant différentes strates, les élites exigent de plus en plus de contributions pour préserver leur situation privilégiée. Au sein des anciennes sociétés, ces contributions étaient les tributs, les taxes, le travail forcé, l'esclavage et les butins de guerre. Au sein des sociétés post-industrielles, ce sont l'énergie et l'argent. Lorsque l'énergie basée sur le carbone se fait rare, nous forons plus profondément, et dans des régions plus reculées. Nous recherchons des substituts tels que l'énergie nucléaire. Lorsque l'argent se fait rare, nous en imprimons davantage ou recherchons des substituts tels que les swaps et les DTS. L'échelle sociétale augmente. L'instabilité progresse de façon exponentielle. La complexité produit de la complexité.

La chute de la civilisation de l'Âge de Bronze, et celle de la Rome antique, n'ont pas été provoquées par une seule cause. Les interconnexions qui propulsent une civilisation durant son ascension accélèrent sa ruine. Des révoltes contre l'impôt, au sein d'un empire, peuvent inciter les invasions barbares. Les invasions bouleversent les voies de transport, ce qui empêche la nourriture d'arriver à la fin du parcours. Le commerce s'étiole, tout au long de ces voies, ce qui pénalise même les localités se trouvant loin des envahisseurs, et ainsi de suite.

Les historiens peuvent peut-être identifier l'un de ces facteurs – l'impôt, l'invasion, le transport, le commerce – et déterminer qu'il a causé la chute d'une civilisation. En fait, tous les facteurs en sont la cause et ils font tous partie d'un réseau étroitement connecté. Une fois que ce réseau est perturbé, ses points de jonction se désintègrent pour ces mêmes raisons exogènes. Et ce par ce que l'énergie émanant du réseau, sous forme de commerce ou d'argent, est restreinte. Le bouleversement rend chaque point de jonction vulnérable à des facteurs exogènes auparavant modestes mais qui, soudain, deviennent fatals.

Les réseaux que ces civilisations ont perdus étaient aussi densément connectés que les réseaux actuels. Une énergie énorme, sous toutes ses formes, est nécessaire afin de préserver un système complexe. Cette énergie apportée, sous forme d'argent, a été synthétisée en recourant au crédit et aux dérivés à la place de l'argent représentant de la richesse réelle. Les nouveaux réseaux ne sont pas soutenables car l'argent synthétique se fonde sur la confiance, et ce que les économistes appellent l'illusion de l'argent, tous deux vulnérables à de brusques revirements de perception. L'échelle des réseaux actuels signifie que lorsque l'effondrement surviendra, il générera des forces destructrices sans précédent.

Chaque intervenant disposait de deux minutes pour conclure. Joe et Peter ont récapitulé leurs arguments positifs. Chrystia a souligné sa préoccupation à l'égard des laissés pour compte de la société. Après mon principal argumentaire portant sur les conséquences probablement redoutables des dynamiques présentes au sein des systèmes complexes, j'ai choisi d'illustrer de manière plus crue le déclin du monde réel.

J'ai demandé à l'auditoire combien d'entre eux étaient venus à pied, ce soir-là. Je savais que c'était le cas pour certains. Le théâtre se trouve dans un quartier animé. J'ai suggéré que ceux qui étaient venus à pied étaient arrivés sans encombre. C'est facile à deviner. New York est la ville la plus sûre au monde. Le taux de criminalité a chuté depuis les années 1990.

J'ai déclaré que si le théâtre avait été situé à Brooklyn, à quelques kilomètres, et que le public y était allé à pied en partant du quartier de Bedford-Stuyvesant, son parcours n'aurait pas été sans risque. Pour les habitants de Bedford-Stuyvesant, un parcours sans encombre n'était pas gagné d'avance. On risquait un contrôle de police musclé, de se faire plaquer contre un mur, menotter, et embarquer de force dans un fourgon

tandis qu'un certain nombre d'autres personnes innocentes se faisaient rafler. Après avoir circulé partout pendant des heures, la cargaison humaine aurait été débarquée dans un local pour une fouille au corps. C'est ce que l'on appelle le *stop and frisk*⁶². En réalité, il s'agit de *smash and strip*⁶³.

Le *stop and frisk* peut paraître raisonnable. Dans un quartier difficile, un passant correspondant à un profil donné, est arrêté et fouillé. Si l'on trouve une arme sur lui, la personne est arrêtée. Sinon, il peut poursuivre son chemin. Ce n'est peut-être pas constitutionnel, mais la plupart des New-Yorkais, notamment l'auditoire de l'Upper West Side, ferment les yeux sur les comportements extrajudiciaires, si cela permet de retirer les armes des rues de New York, et de préserver la sécurité de la ville.

Comme pour tous les pactes avec le Diable, c'est le Diable qui l'emporte. Le *stop and frisk* s'est métamorphosé en moyen d'extorsion assorti de quotas et d'objectifs financiers à atteindre afin d'aider New York à boucler son budget. Parfois, on trouve des armes. La plupart du temps, des victimes innocentes sont citées à comparaître sur des accusations fabriquées de toutes pièces, comme bloquer le passage sur le trottoir, parfois à une heure du matin, alors que les trottoirs sont littéralement déserts.

La victime doit passer au tribunal. Des avocats commis d'office sont désignés. Les victimes payent traditionnellement les 250 \$ d'amende car les coûts permettant de prouver leur innocence sont trop élevés. Les amendes sont portées au résultat financier de la ville, et l'aident à éviter la faillite. Ce système, c'est comme subir une taxe parce que l'on est pauvre, noir, immigré, ou simplement au mauvais endroit au mauvais moment.

62 Interpellation et fouille

63 Passage à tabac et déshabillage

À un peu plus d'un kilomètre de Bed-Stuy se trouve le siège social de JPMorgan, l'une des entreprises les plus corrompues de tous les temps. Depuis 2009, JPMorgan et ses semblables, notamment Citibank, Goldman Sachs et Bank of America, tous réunis, ont versé plus de 30 Mds\$ en amendes, pénalités, restitutions, frais de mise en conformité, et autres paiements versés à contrecœur, correspondant à toute une série de plaintes civiles et pénales. Il s'agit notamment de fraudes sur titres et d'ententes concernant les taux d'intérêt, les devises, l'énergie, l'argent et l'or. De nouvelles plaintes ne cessent d'être déposées.

Pas un seul des dirigeants de ces banques n'a été condamné. Le département américain de la Justice s'est abstenu de poursuites criminelles par peur des dommages collatéraux que cela provoquerait, notamment des retraits massifs dans les banques des responsables incriminés. Les victimes innocentes de Bed-Stuy souffrent de dommages collatéraux, elles aussi, notamment la perte de leur emploi, des amendes qu'elles n'ont pas les moyens de payer, et les stigmates d'une condamnation. Tout le monde s'en fiche.

L'injustice a toujours existé. Les pauvres sont toujours désavantagés par rapport aux riches, s'agissant de se défendre au tribunal. Mais ce qu'il se produit aujourd'hui – pas seulement à New York, mais dans toute l'Amérique est nouveau. Il ne s'agit pas d'une simple injustice, mais d'une injustice institutionnalisée, soutenue par des équipements et des tactiques de type militaire. Cette injustice n'est pas seulement motivée par de mauvaises intentions, mais par le besoin d'argent. Ce système se nourrit de lui-même, désormais, car il est incapable de rentrer dans ses frais. Les contributions dépassent la production, le rendement marginal est négatif. L'extraction de richesse remplace la création de richesse, afin de pouvoir tenir. C'est le dénouement

d'un système complexe dynamique qui a dépassé le point de non-retour.

Joffe et Zeihan n'avaient pas tort, mais ils sont passés à côté de quelque chose, en ce qui concerne le déclin de l'Amérique. Ce déclin n'est pas seulement matériel, il est social, comme l'a expliqué Chrystia. J'ai été clair : les ennemis de l'Amérique n'attaqueraient pas par voie terrestre ou maritime, mais avec de l'or et des instruments informatiques. Nous avons tous les deux désigné ces ennemis de l'intérieur : l'avidité, l'élite intéressée et un risque systémique mal compris.

Ensuite, le débat s'est achevé. L'auditoire a voté et la complaisance a gagné.

L'Amérique n'était pas en situation de déclin, du moins pas en ce qui concerne l'Upper West Side. Chrystia et moi avons félicité Joe et Peter. Nous sommes partis en limousine à un dîner de gala, dans un penthouse non loin de là. La bulle de l'élite était intacte, du moins ce soir-là.

SOURCES

ARTICLES

- De Martino, Benedetto, John P. O'Doherty, Debajyoti Ray, Peter Bossaerts, and Colin Camerer. "In the Mind of the Market: Theory of Mind Biases Value Computation during Financial Bubbles." *Neuron* Vol. 79, 1222–31, September 18, 2013.
- Henriksson, Roy D., and Robert C. Merton. "On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills." *The Journal of Business*, Vol. 54, No. 4, October 1981.
- Lorenz, Edward N. "Deterministic Nonperiodic Flow." *Journal of the Atmospheric Sciences*, Vol. 20, January 7, 1963.
- Merton, Robert C. "On Market Timing and Investment Performance. I. An Equilibrium Theory of Value for Market Forecasts." *Journal of Business*, Vol. 54, No. 3, July 1981.
- Rickards, James. *Studies in Intelligence*, Vol. 50, No. 3, September 2006. *Journal of the American Intelligence Professional*, Central Intelligence Agency, CLASSIFIED EDITION.
- Whitehead, Lorne A. "Domino 'Chain Reaction'." *American Journal of Physics*, Vol. 51, No. 2, February 1983.

LIVRES

- Ahamed, Liaquat. *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*. New York: Penguin, 2009.
- . *Money and Tough Love: On Tour with the IMF*. London: Visual Editions, 2014.
- Alpert, Daniel. *The Age of Oversupply: Overcoming the Greatest Challenge to the Global Economy*. New York: Portfolio/Penguin, 2013.
- Ariely, Dan. *Irrationally Yours: On Missing Socks, Pickup Lines and Other Existential Puzzles*. New York: Harper Perennial, 2015.
- Bak, Per. *How Nature Works: The Science of Self-Organized Criticality*. New York: Copernicus, 1999.
- Balko, Radley. *Rise of the Warrior Cop: The Militarization of America's Police Forces*. New York: PublicAffairs, 2013.
- Bernanke, Ben S. *Essays on the Great Depression*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000.
- Böhm-Bawerk, Eugen von. *The Positive Theory of Capital*. Translated by William Smart. New York: G. E. Stechert & Co., 1930.
- Bruner, Robert F., and Sean D. Carr. *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2007.
- Calomiris, Charles W., and Stephen H. Haber. *Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014.
- Casti, John. *X-Events: The Collapse of Everything*. New York: William Morrow, 2012.
- Chumley, Cheryl K. *Police State U.S.A.: How Orwell's Nightmare Is Becoming Our Reality*.

- Washington, DC: WND Books, 2014.
- Cline, Eric H. *1177 B.C.: The Year Civilization Collapsed*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2014.
- Conway, Ed. *The Summit, Bretton Woods 1944: J. M. Keynes and the Reshaping of the Global Economy*. New York: Pegasus Books LLC, 2014.
- Dam, Kenneth W. *The Rules of the Game: Reform and Evolution in the International Monetary System*. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- DiMico, Dan. *American Made: Why Making Things Will Return Us to Greatness*. New York: Palgrave Macmillan, 2015.
- Eichengreen, Barry. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. New York: Oxford University Press, 1995.
- . *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History*. New York: Oxford University Press, 2015.
- Eliot, T. S. *The Waste Land*. New York: W. W. Norton & Company, Inc., 2000.
- Fleming, Ian. *Thunderball*. Las Vegas: Thomas & Mercer, 2012.
- Fletcher, Ian. *Free Trade Doesn't Work: What Should Replace It and Why*. Sheffield, MA: Coalition for a Prosperous America, 2011.
- Freeland, Chrystia. *Plutocrats: The Rise of the New Global Super-Rich and the Fall of Everyone Else*. New York: Penguin Press, 2012.
- Friedman, Allan, and P. W. Singer. *Cybersecurity and Cyberwar: What Everyone Needs to Know*. New York: Oxford University Press, 2014.
- Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1993.
- Friedman, Thomas L. *The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-first Century*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2005.
- Gardner, Dan, and Philip E. Tetlock. *Superforecasting: The Art and Science of Prediction*. New York: Crown, 2015.
- Gilder, George. *The Scandal of Money: Why Wall Street Recovers but the Economy Never Does*. Washington, DC: Regnery, 2016.
- Goldberg, Jonah. *Liberal Fascism: The Secret History of the American Left from Mussolini to the Politics of Meaning*. New York: Doubleday, 2008.
- Grant, James. *The Forgotten Depression: 1921: The Crash That Cured Itself*. New York: Simon & Schuster, 2014.
- Hayek, F. A. *The Fortunes of Liberalism: Essays on Austrian Economics and the Ideal of Freedom*. Indianapolis: Liberty Fund, 1992.
- . *Good Money Part I: The New World*. Indianapolis: Liberty Fund, 1999.
- . *Good Money Part II: The Standard*. Indianapolis: Liberty Fund, 1999.
- Hudson, Michael. *Killing the Host: How Financial Parasites and Debt Destroy the Global Economy*. Bergenfield, NJ: ISLET, 2015.
- Hudson, Richard L., and Benoit Mandelbrot. *The (Mis)behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward*. New York: Basic Books, 2004.
- Hui, Pak Ming, Paul Jefferies, and Neil F. Johnson. *Financial Market Complexity: What*

- Physics Can Tell Us About Market Behavior*. Oxford: Oxford University Press, 2003.
- Jensen, Henrik Jeldtoft. *Self-Organized Criticality: Emergent Complex Behavior in Physical and Biological Systems*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.
- Joffe, Josef. *The Myth of America's Decline: Politics, Economics, and a Half Century of False Prophecies*. New York: Liveright, 2015.
- Johnson, Neil. *Simply Complexity: A Clear Guide to Complexity Theory*. London: Oneworld, 2012.
- Kahneman, Daniel. *Thinking, Fast and Slow*. New York: Farrar, Straus and Giroux, 2011.
- Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harvest/Harcourt Inc., 1964.
- . *Monetary Reform*. New York: Harcourt, Brace and Company, 1924.
- Kindleberger, Charles P. *The World in Depression 1929–1939*. Berkeley: University of California Press, 1986.
- King, Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. New York: W. W. Norton & Company, 2016.
- Kissinger, Henry. *World Order*. New York: Penguin Press, 2014.
- Klein, Naomi. *The Shock Doctrine: The Rise of Disaster Capitalism*. New York: Picador, 2007.
- Kuhn, Thomas S. *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: University of Chicago Press, 1996.
- Lenin, V. I. *Imperialism: The Highest Stage of Capitalism*. Mansfield Center, CT: Martino Publishing, 2011.
- Lindsay, Lawrence B. *Conspiracies of the Ruling Class: How to Break Their Grip Forever*. New York: Simon & Schuster, 2016.
- Lowenstein, Roger. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House, 2000.
- Makin, John H. *The Global Debt Crisis: America's Growing Involvement*. New York: Basic Books, 1984.
- Mandelbrot, Benoit B. *The Fractal Geometry of Nature*. New York: W. H. Freeman and Company, 1983.
- Martin, Felix. *Money: The Unauthorized Biography*. New York: Alfred A. Knopf, 2014.
- Marx, Karl. *Selected Writings*. Edited by David McLellan. New York: Oxford University Press, 1977.
- McGrayne, Sharon Bertsch. *The Theory That Would Not Die: How Bayes' Rule Cracked the Enigma Code, Hunted Down Russian Submarines, and Emerged Triumphant from Two Centuries of Controversy*. (New Haven, CT: Yale University Press, 2011).
- Mian, Atif, and Amir Sufi. *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again*. Chicago: University of Chicago Press, 2014.
- Milanovic, Branko. *Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization*. Cambridge, MA: Belknap Press, 2016.
- Miller, John H., and Scott E. Page. *Complex Adaptive Systems: An Introduction to Computational Models of Social Life*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007.

- Minsky, Hyman P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 2008.
- Mitchell, Melanie. *Complexity: A Guided Tour*. New York: Oxford University Press, 2011.
- Murray, Charles. *In Our Hands: A Plan to Replace the Welfare State*. Washington, DC: AEI Press, 2016.
- Noah, Timothy. *The Great Divergence: America's Growing Inequality Crisis and What We Can Do About It*. New York: Bloomsbury Press, 2012.
- Palley, Thomas I. *From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*, 1st edition. New York: Cambridge University Press, 2012.
- Piketty, Thomas. *Capital in the Twenty-First Century*. Cambridge, MA: Belknap Press, 2014.
- Popper, Karl R. *The Open Society and Its Enemies: Volume 1, The Spell of Plato*. Princeton, NJ: Princeton University Press: 1971.
- . *The Open Society and Its Enemies: Volume 2, The High Tide of Prophecy: Hegel, Marx, and the Aftermath*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1971.
- Rappleye, Charles. *Herbert Hoover in the White House: The Ordeal of the Presidency*. New York: Simon & Schuster, 2016.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009.
- Ricardo, David. *The Principles of Political Economy and Taxation*. Mineola, NY: Dover Publications, 2004.
- Rickards, James. *Currency Wars: The Making of the Next Global Crisis*. New York: Portfolio/Penguin, 2011.
- . *The Death of Money: The Coming Collapse of the International Monetary System*. New York: Portfolio/Penguin, 2014.
- Roberts, Richard. *Saving the City: The Great Financial Crisis of 1914*. Oxford: Oxford University Press, 2013.
- Rodrik, Dani. *Economics Rules: The Rights and Wrongs of the Dismal Science*. New York: W. W. Norton & Company, Inc., 2015.
- Rogoff, Kenneth S. *The Curse of Cash*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2016.
- Schelling, Thomas C. *Micromotives and Macrobehavior*. New York: W. W. Norton & Company, Inc., 2006.
- Schumpeter, Joseph A. *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: Harper Perennial, 2008.
- . *Ten Great Economists: From Marx to Keynes*. New York: Galaxy Books, 1965.
- Shlaes, Amity. *The Forgotten Man: A New History of the Great Depression*. New York: Harper Perennial, 2007.
- Silber, William L. *When Washington Shut Down Wall Street: The Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007.
- Silvergate, Harvey A. *Three Felonies a Day: How the Feds Target the Innocent*. New York: Encounter Books, 2011.
- Somary, Felix. *The Raven of Zurich: The Memoirs of Felix Somary*. New York: St. Martin's Press, 1986.

- Sorkin, Andrew Ross. *Too Big to Fail*. New York: Penguin Books, 2010.
- Spiro, David E. *The Hidden Hand of American Hegemony: Petrodollar Recycling and International Markets*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 1999.
- Steil, Benn. *The Battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the Making of a New World Order*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013.
- Surowiecki, James. *The Wisdom of Crowds: Why the Many Are Smarter Than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economics, Societies, and Nations*. New York: Anchor Books, 2005.
- Taibbi, Matt. *The Divide: American Injustice in the Age of the Wealth Gap*. New York: Spiegel & Grau, 2014.
- Taylor, Frederick. *The Downfall of Money: Germany's Hyperinflation and the Destruction of the Middle Class*. New York: Bloomsbury Press, 2013.
- Temin, Peter. *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, MA: MIT Press, 1991.
- , and David Vines. *The Leaderless Economy: Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix It*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2013.
- Tett, Gillian. *Fool's Gold: The Inside Story of J. P. Morgan and How Wall St. Greed Corrupted Its Bold Dream and Created a Financial Catastrophe*. New York: Free Press, 2009.
- Tuohy, Brian. *Disaster Government: National Emergencies, Continuity of Government and You*. Kenosha, WI: Mofo Press LLC, 2013.
- Turner, Adair. *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2016.
- Viera, Edwin Jr. *Pieces of Eight: The Monetary Powers and Disabilities of the United States Constitution*, Second Revised Edition, Volume I and Volume II. Chicago: R. R. Donnelley & Sons, Inc./GoldMoney Foundation, 2011.
- Vonnegut, Kurt. *Cat's Cradle*. New York: Dial Press, 2010.
- Waldrop, M. Mitchell. *Complexity: The Emerging Science at the Edge of Order and Chaos*. New York: Simon & Schuster, 1992.
- Wallas, Graham. *Human Nature in Politics*. Middletown, CT: The Perfect Library, reprint, 1920.
- Zeihan, Peter. *The Accidental Superpower: The Next Generation of American Preeminence and the Coming Global Disorder*. New York: Twelve, 2014.

En Marche vers la Faillite

Les tambours résonnent, au sein de l'élite mondiale. Nous ne pouvons ignorer les signaux de la crise financière qui s'annonce et qui sera bien plus puissante que la précédente. Cette fois-ci, l'élite a un plan audacieux afin de se protéger lors de l'effondrement : amasser des liquidités dès à présent et verrouiller le système financier mondial lorsque la crise éclatera.

Depuis 2014, les instances monétaires internationales lancent des mises en garde destinées à un petit groupe de ministres des Finances, de fonds souverains, de banques et d'établissements financiers : les décisions prises depuis la crise de 2008, le laxisme face à un système financier tout puissant et l'injection de 4 000 Mds\$ de crédit bon marché, rien qu'aux États-Unis, nous mènent tout droit vers le précipice. Le système est surgonflé, prêt à éclater au moindre accroc.

Pour s'y préparer, l'élite mondiale a fait passer des réglementations peu orthodoxes pour permettre aux régulateurs de geler tous les actifs numériques, d'un seul clic de souris : comptes en banques, assurances-vie, comptes titres, marchés boursiers, distributeurs automatiques de billets... tout peut être bloqué en un instant.

Lorsque la situation financière sera désespérée, l'Elite n'aura plus le choix et activera ce « plan ».

Auteur de plusieurs *best-sellers*, James Rickards montre dans ce nouvel ouvrage extrêmement bien documenté que les gouvernements du monde entier complotent contre leurs concitoyens sans aucun remord. Comme il l'écrit : « *Votre argent sera peut-être comme ces bijoux en vitrine chez Cartier : vous pourrez le voir mais vous ne pourrez pas y toucher.* »

La meilleure manière de se protéger est de savoir ce qui vous attend et de vous y préparer. Si vous voulez comprendre les risques et savoir comment vous protéger, il vous faut lire ce dernier ouvrage de James Rickards, appuyé par des analyses et des théories comportementales, par l'Histoire, et la théorie de la complexité.

L'élite mondiale ne tient pas à ce que ce livre existe. Son plan – qui consiste à nous parquer comme des moutons menés à l'abattoir lors de la prochaine crise – ne fonctionne que si nous faisons preuve de complaisance et que nous ne sommes pas informés. À présent, vous pouvez y échapper.

Couverture : © sdecoret - shutterstock

Maquette : Francois Petit

Publications Agora France

www.publications-agora.fr



9 7910921581041

21,95 €

Prix TTC valable en France

ISBN : 979-10-92581-04-1