

Dynamiques Boursières et Stratégies d'Acteurs

Frédéric Leroy (<http://www.fly06.fr/>)

17 janvier 2015

La hausse des cours de bourse que l'on observe aux Etats-Unis et plus récemment en France et au Japon apparait comme irrationnelle à certains observateurs (dont je suis) qui avaient pronostiqué que les bourses s'effondreraient comme cela a été le cas au cours des deux précédentes grandes crises du capitalisme, celle de la fin du 19ème siècle et celle de l'entre deux guerres. Ces hausses sont organisées par les Etats, les banques centrales et très certainement les banques commerciales avec l'aimable participation des médias. Nous sommes donc en présence d'une manipulation des grands indices boursiers mondiaux, ce qui constitue pour les uns une innovation en matière de politique de lutte contre la crise et pour les autres un aveux d'échec patent d'un système économique prétendument libéral.

Cette politique de « contrôle des prix » aussi choquante soit-elle aux yeux des libéraux les plus sincères n'est en fait que l'aboutissement logique d'un système (le marché) prétendument auto-organisé mais qui n'est in fine qu'une forme d'organisation des échanges qui ne dit pas son nom. Dans cet article, **nous allons montrer que la dynamique des cours de bourse s'explique largement en terme de logiques et de stratégies d'acteurs**. Qu'elles soient mises au service d'intérêts individuels (spéculation pure), corporatistes (bulles spéculatives) ou politiques (contrôle des prix), ces stratégies ont pour conséquence de fausser le libre jeu du marché et de transformer les marchés boursiers en jeu de bonneteau pour plumer les (investisseurs) particuliers¹.

Remarques Préliminaires

Rappelons tout d'abord qu'il est d'usage de séparer dans l'économie globale, la sphère réelle de la sphère financière (cf. Graphique 1) :

1. La première correspond aux activités liées à la production, la distribution et la consommation de biens et services non financiers
2. La seconde correspond donc au complément, à savoir les activités de production, de distribution et de consommation de services purement financiers (bourses, banques et assurances principalement)

On distinguera de même dans la sphère financière :

1. Les activités de financement direct ou indirect de la sphère réelle
2. Les activités de marchés telles que le courtage, la gestion ou encore la tenue de marché

1. Un marché boursier (marché secondaire) a normalement pour principal objectif de garantir la liquidité, la transparence et l'indépendance des prix. Il doit servir de porte de sortie aux investisseurs en capital (marché primaire) qui autrement ne prendraient pas le risque d'investir pour se retrouver « collé » avec du papier non négociable tout en étant en situation d'asymétrie d'information vis-à-vis des actionnaires majoritaires (cas des sociétés non cotées)

On retrouve ici la distinction entre investissement et spéculation introduite par J.M. Keynes.

Dans la suite, nous allons nous intéresser à la partie purement spéculative de la sphère financière et voir pourquoi cette partie a priori secondaire du système économique est progressivement devenue l'objet d'enjeux économiques et politiques globaux.

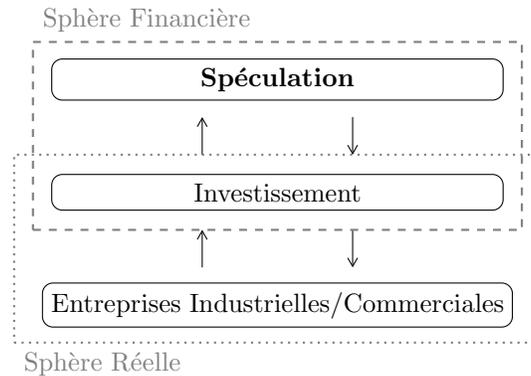


FIGURE 1 – Sphères Réelle vs Financière

On considère le marché boursier comme un jeu au sens de la théorie des jeux.

Deux quantités fondamentales du jeu/marché sont :

- La masse monétaire interne au marché, notée M
- Le nombre d'action en circulation, noté Q

On s'intéresse au marché d'un seul titre qui peut aussi s'interpréter comme un indice boursier.

Nos modèles feront référence à trois notions différentes du « prix » d'une action :

- Le **prix de marché** ou « prix de flux » est le prix auquel l'action peut être achetée ou vendue à l'instant t, noté p
- Le **prix d'équilibre interne du marché** ou « prix de stock » est le prix qui s'imposerait si le marché était soldée en une fois sous la forme d'un fixing, noté p^*
- La **prix d'équilibre externe** ou « valeur fondamentale » est le « juste » prix de l'action du point de vue d'un investisseur de long terme, noté p^{**}

Dans ce cadre, le marché est dit efficient si l'une des conditions suivantes est vérifiée :

$$\text{Efficience} \Leftrightarrow \begin{cases} p \equiv p^* \equiv p^{**} & \Rightarrow \text{Forte} \\ \bar{p} \equiv p^* \equiv p^{**} & \Rightarrow \text{Faible (CT)} \\ \underline{p}^* \equiv p^{**} & \Rightarrow \text{Faible (LT)} \end{cases}$$

On le verra dans la suite, les marchés ne sont jamais efficientes au sens fort et c'est même une condition (a priori) paradoxale d'existence du marché que de ne pas l'être.

On considèrera que la valeur fondamentale est constante. Notre objectif est de rendre compte des déviations du prix de marché et du prix d'équilibre interne du marché par rapport à cette valeur fondamentale².

On distinguera de même trois types d'intervenants sur le marché (spéculateurs, investisseurs et particuliers) dont les principales caractéristiques comportementales sont décrites dans le tableau 1 ci-dessous :

2. Le lecteur pourra se reporter à notre article « Quel PER d'Equilibre pour le CAC40 dans le Monde d'Après » pour une analyse des facteurs à prendre en compte dans le calcul de la valeur fondamentale des actions (<http://www.fly06.fr/Economie>)

	Horizon	Performance	Stratégie	Rationalité
Spéculateurs	CT	Plus-value en capital	Chartiste (« trend following/reversal »)	Forte
Investisseurs	LT	Revenus	Arbitrage entre les prix d'équilibre interne et externe	Forte
Particuliers	LT	Plus-value en capital	Pseudo-Chartiste (« trend following »)	Faible

TABLE 1 – Typologie des Acteurs Participants au Marché

Dans la suite, les raisonnements s'appliquent au niveau des types d'intervenants considérés en tant que groupes et non au niveau des acteurs individuels au sein de ses groupes.

Enfin, deux autres acteurs doivent être mentionnés qui ne participent pas directement au marché mais interviennent dans le processus de formation des croyances des acteurs précédents. Ces deux acteurs sont :

- Les banques centrales
- Les médias

La Spéculation Pure

On considère ici que seuls les spéculateurs interviennent sur le marché.

Ces spéculateurs utilisent majoritairement des stratégies chartistes de type « trend following » consistant à prendre des décisions d'achat/vente par anticipation de prolongation des tendances (ce sont des « suiveurs »).

$$\textit{Stratégie "Trend Following"} \Leftrightarrow \begin{cases} \textit{début de tendance haussière} & \Rightarrow \textit{Achat des actions} \\ \textit{début de tendance baissière} & \Rightarrow \textit{Vente des actions} \end{cases}$$

Une fraction minoritaire des spéculateurs utilisent quand à eux des stratégies de type « trend reversal » consistant à prendre des décisions d'achat/vente par anticipation de retournement des tendances (ce sont des « contrariants »).

$$\textit{Stratégie "Trend Reversal"} \Leftrightarrow \begin{cases} \textit{fin de tendance haussière} & \Rightarrow \textit{Vente des actions} \\ \textit{fin de tendance baissière} & \Rightarrow \textit{Achat des actions} \end{cases}$$

Dans ce mode, la masse monétaire et le nombre de titres étant constants, le prix d'équilibre interne du marché est lui-même constant et correspond à la masse monétaire divisée par le nombre de titres :

$$Q \equiv Cte \quad \textit{et} \quad M \equiv Cte \quad \Rightarrow \quad p^* = \frac{M}{Q} \equiv Cte$$

Dans le cas théorique où la totalité des titres serait échangée à chaque séance, le prix serait constant et égal au prix d'équilibre interne³.

Les marchés boursiers sont des marchés de flux et non des marchés de stock, dans le sens où à chaque instant il ne s'échange qu'une fraction du stock disponible entre une fraction des intervenants. Les prix qui se forment sur ces marchés sont des prix de flux et non des prix de stock, ces prix peuvent donc s'écarter du prix d'équilibre à la hausse ou à la baisse.

Sous ces hypothèses, la dynamique du prix de marché est cyclique autour du prix d'équilibre interne du marché (cf. Graphique 2).

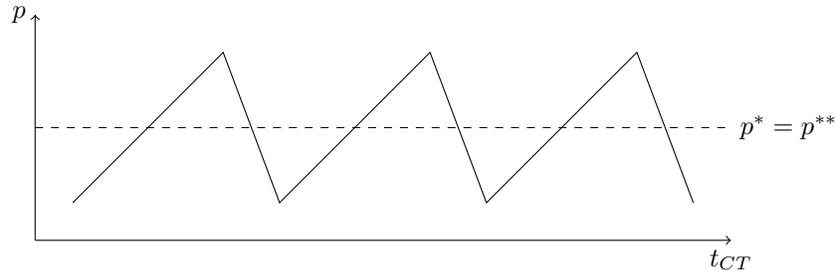


FIGURE 2 – Dynamique du Prix de Marché à CT/LT (Jeu à Somme Nulle)

La cyclicité des cours est liée aux stratégies des intervenants :

- Le comportement grégaire (psychologie des foules, phénomènes mimétiques) des spéculateurs « suiveurs » explique les mouvements de hausse et de baisse auto-entretenues
- Les retournements de tendances se produisent aux moments où les « suiveurs », qui pèsent progressivement de moins en moins par manque de cash (tendance haussière) ou de titres (tendance baissière), deviennent minoritaires dans le carnet d'ordre par rapport aux « contrariants »
- L'asymétrie entre les phases de hausse et de baisse s'explique par le caractère « risk adverse » des spéculateurs « suiveurs » qui les incitent à agir beaucoup plus rapidement dans les phases de baisses (vente) que dans les phases de hausse (achat)

Au total sur un cycle le profit moyen est nul car le montant de cash dans le jeu est constant. Les spéculateurs jouant uniquement entre eux, les gains des uns correspondent aux pertes des autres.

Le gain espéré ou moyen d'un spéculateur est donc nul (jeu à somme nulle).

Les Bulles Spéculatives

Le mode de fonctionnement précédent est sous-optimal pour les spéculateurs bien sûr et plus généralement pour l'industrie financière dans son ensemble⁴. D'où l'idée de faire participer les

3. Certains marchés comme le marché de l'or fonctionnent de cette façon avec un « fixing » quotidien où un prix unique est calculé sur la base des offres et des demandes exprimées. L'économiste Maurice Allais proposait d'ailleurs explicitement l'arrêt des cotations en continue des cours de bourse et le retour à un fixing quotidien

4. C'est en effet l'ensemble de la profession financière (courtage, gestion pour compte de tiers et banques d'investissement) qui profite directement ou indirectement de la hausse du prix des actions (effet prix sur les commissions de courtage, sur les frais variables de gestion, sur les P/L des books de trading directionnels des banques) mais aussi à travers la hausse des volumes liée à l'arrivée progressive de nouveaux entrants (effet volume sur les commissions de courtage, sur les frais fixe de gestion, sur les volumes corrélatifs traités par les market-making produits dérivés des banques)

particuliers de sorte que le jeu devienne à somme positive pour les spéculateurs et à somme négative pour les particuliers.

Car c'est bien connu,

« Les particuliers achètent en général au plus haut et vendent au plus bas »

Une aubaine.

La masse monétaire et le prix d'équilibre interne du marché ne sont plus constants mais augmentent avec l'arrivée progressive des particuliers dans le marché durant la phase de hausse (rally boursier) :

$$Q \equiv Cte \quad \text{et} \quad M \uparrow \quad \Rightarrow \quad p^* = \frac{M}{Q} \uparrow$$

La dynamique des prix est toujours cyclique à court terme mais sur une tendance de long terme haussière des cours (cf. Graphique 3). Les cycles de court terme s'expliquent de la même façon que précédemment. Mais cette fois-ci les phases de vente pèsent beaucoup moins sur les cours du fait des nouveaux entrants (particuliers) qui se mettent en face des vendeurs. Ces particuliers sont attirés par la perspective de profits « faciles » à moyen/long terme largement médiatisés par ailleurs. Les médias ont de fait un rôle prépondérant puisqu'ils servent de rabatteurs pour les professionnels de la finance⁵.

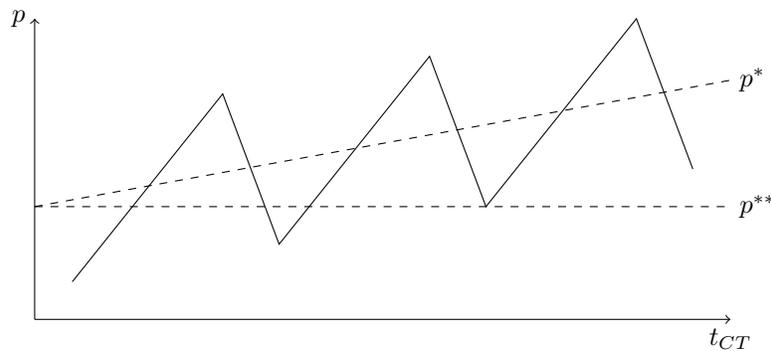


FIGURE 3 – Dynamique du Prix de Marché à CT (Jeu à Somme Positive)

Dans ce mode, on a bien la formation d'une **bulle spéculative**, hausse auto-entretenu du prix d'équilibre interne du marché déconnectée des fondamentaux.

$$|p^* - p^{**}| \uparrow \quad (\text{Bulle Spéculative})$$

Or les bulles finissent toujours par exploser comme le confirme l'étude des bulles passées⁶ et l'analyse des facteurs qui contribuent à leur explosion.

5. A titre d'exemple, l'émission « Intégrale Bourse » sur BFM Business sert essentiellement à créer une ambiance propice au passage d'ordres pour les particuliers dont la plupart sont novices en économie comme en finance. Les intermédiaires financiers, qui sont par ailleurs les principaux annonceurs de BFM Business, sont omniprésents dans cette émission et y font passer un message globalement « bullish » avec l'assentiment complice des animateurs. Comme le révèle Laurent Mauduit dans son livre « Les Imposteurs de l'Economie » (Jean-Claude Gawsewitch, 2012), c'est l'ensemble des médias économiques privés qui ont progressivement changé de business model au cours des vingt dernières années et utilisent désormais l'information (la parole publique) comme cheval de Troie pour faire passer les messages des lobbys corporatistes

6. Lorsque la bulle techno explosa au printemps 2000, le PER du CAC devait être de 25+ tiré par les valeurs médias, telecom et autres SSII dont les PER étaient délirants. Mais avant que la bulle n'éclate effectivement, il ne faisait pas bon aller à l'encontre du dogme boursier de l'époque, vous passiez soit pour un original soit pour

Le **premier** facteur qui explique l’explosion de la bulle est la pénurie de nouveaux particuliers à recruter pour faire monter le prix d’équilibre interne du marché encore plus haut.

Certains investisseurs professionnels aiment d’ailleurs à rappeler l’adage suivant :

« Lorsqu’un chauffeur de taxi vous annonce qu’il vient de placer son épargne en bourse pour profiter de la hausse, il est grand temps de sortir »

Car après eux il n’y a potentiellement plus personne à recruter pour faire gonfler la bulle encore un peu plus⁷.

Le **second** facteur qui explique l’explosion de la bulle est l’arrivée sur le marché des investisseurs de long terme (investisseurs en capital) qui cherchent à arbitrer le prix d’équilibre interne du marché contre la valeur fondamentale des actions qu’ils détiennent.

Que l’investissement soit purement financier (actionnaires minoritaires) ou stratégique (actionnaires activistes et/ou majoritaires), **les investisseurs de long terme raisonnent en terme de dividendes futurs anticipés car ce sont ces dividendes qui détermineront en grande partie la rentabilité de leur investissement in fine**. Ils sont donc très sensibles aux fondamentaux des entreprises dans lesquelles ils investissent et sont à même de décider si le cours d’une société est sur-évalué ou sous-évalué eu égard aux données micro et macro-économiques.

Lorsque les prix de marché sont déconnectés des fondamentaux, ces investisseurs ont intérêt à profiter de ces situations pour s’alléger ou au contraire se renforcer dans la société.

$$\text{Arbitrage "Prix d'Equilibre Interne vs Externe"} \Leftrightarrow \begin{cases} p^* \gg p^{**} & \Rightarrow \text{Vente des actions} \\ p^* \ll p^{**} & \Rightarrow \text{Achat des actions} \end{cases}$$

Cet arbitrage est la principale **force de rappel** qui garantie que les prix de marchés ne peuvent pas s’éloigner de façon importante et durable de leurs valeurs fondamentales.

En raisonnant sur un horizon à LT, on retrouve la même dynamique que dans le mode « jeu à somme nulle » mais cette fois-ci c’est le prix d’équilibre interne du marché dont il s’agit et non le prix de marché (cf. Graphique 4).

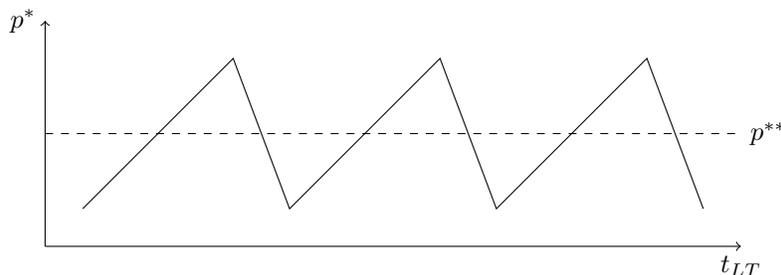


FIGURE 4 – Dynamique du Prix d’Equilibre Interne du Marché (Jeu à Somme Positive)

un attardé. A titre d’anecdote, j’avais un ancien camarade d’université qui travaillait comme Ingénieur R&D dans une start-up. Cette société n’avait rien vendu en 3 ans d’activité et était donc soutenu à bout de bras par les (biens nommés) fonds de capital risques. La société a finalement été fermée fin 2000 lorsque les investisseurs ont retrouvé leurs esprits. Notez qu’entre temps certains petits malins ont fait fortune en revendant leur stat-up (en fait une simple PME) à de grosses sociétés avec des multiples de valorisation que l’on a jamais revu depuis. La bulle « techno » est un cas d’école en matière de bulle boursière, on lira (ou relira) avec intérêt le livre de Jean Montaldo « Le Marché aux Voleurs » (Albin Michel, 2003) pour comprendre le sentiment de ses nombreux « petits porteurs » floués et dont la cause a été superbement ignorée par le gouvernement et les médias

7. Notons qu’une bulle peut aussi s’analyser comme une pyramide, les expressions « explosion de la bulle » et « effondrement de la pyramide » renvoient à une même réalité

Dans ce mode, les particuliers sont toujours perdants pour deux raisons principales :

1. La faible « rationalité » de ces derniers (faible niveau de connaissances économiques et financières, faible capacité à recueillir et à analyser l'information, forte propension à croire les pseudo-experts médiatiques, forte propension à agir par mimétisme ou sous le coup de l'émotion, ...)
2. L'absence d'effet d'apprentissage lié au fait qu'à chaque bulle se sont des « générations » différentes de particuliers qui participent au marché

Sur un cycle, les pertes des particuliers correspondent aux gains cumulés des spéculateurs et des investisseurs.

Bien que les bulles spéculatives soient encouragées par les pouvoirs publics du fait de leurs effets euphorisants sur l'économie réelle (à court/moyen terme), ce n'est que très récemment que l'on est passé d'une « économie de bulles »⁸ à une « politique de bulles », stade ultime du néo-libéralisme où le politique reprend la main tout en feignant de ne point intervenir.

Qui Mène la Danse ?

Nous vivons actuellement la troisième grande crise du capitalisme une situation caractérisée par un endettement massif et une croissance faible qui rend impossible non seulement le remboursement de cette dette mais plus prosaïquement sa simple réduction⁹.

De fait, les Etats de nombreux pays dits développés sont aujourd'hui insolubles.

L'insolvabilité d'un Etat peut s'analyser en terme « bilanciel » en prenant pour valeur des actifs la valeur actuelle ajustée du risque du flux des recettes futures de l'Etat considéré¹⁰ :

$$\text{Critère d'insolvabilité (Etat)} \Rightarrow V_{\text{Actifs}}/V_{\text{Dette}} < 1$$

Ce critère nous donne trivialement deux approches pour remédier à ce problème d'insolvabilité :

1. Diminuer l'endettement (« deleveraging ») : Approche « classique » qui passe par des réductions de dépenses publiques et sociales, des hausses d'impôts, des ponctions exceptionnelles sur l'épargne des ménages et, en dernier ressort, un défaut partiel si les mesures précédentes ne réussissent pas à sortir le pays de la spirale récessionniste¹¹
2. Augmenter la valeur des actifs (« asset reflation ») : Approche « non conventionnelle » qui passe par la relance économique via la dépense publique, le contrôle des prix des actifs (dettes des Etats et actions des sociétés cotées principalement) et beaucoup de pensée positive au niveau du discours politico-médiatique

C'est cette politique d'« asset reflation » que la France, les Etats-Unis et le Japon ont décidé de mettre en oeuvre.

8. Pour reprendre l'expression de l'économiste Jean-Pierre Petit

9. La directrice du FMI (Christine Lagarde) s'est d'ailleurs récemment inquiétée du niveau d'endettement des pays dits développés en notant qu'avec un ratio dettes sur PIB moyen de 110% on était à un plus haut depuis 1940 (un « niveau de temps de guerre » a-t-elle même pris la peine d'ajouter)

10. Il existe trois différences importantes entre une entreprise et un Etat. Le droit applicable qui détermine le périmètre des actifs à prendre en compte est uniquement le droit de propriété pour une entreprise. Pour un Etat, le droit de propriété s'applique pour les actifs qu'il possède en propre et le droit régalié de lever l'impôt s'applique sur les autres actifs. En cas de difficulté un Etat fait généralement l'objet d'une restructuration (on parle de réformes structurelles) tandis qu'une entreprise peut être soit restructurée soit liquidée si il n'y a pas d'accord entre les créanciers et les actionnaires et pas de repreneurs. Enfin, le concept de fonds propres n'a pas de sens pour un Etat qui peut donc parfaitement rester solvable avec un ratio de solvabilité égal à 1

11. On aura reconnu les potions amères imposées à la Grèce, à l'Espagne et au Portugal depuis 2010

Il s'agit donc de politiques visant à faire baisser le coût du capital en augmentant (artificiellement) la valeur des actifs dans l'espoir de créer un double « effet richesse et confiance » sensé faire re-démarrer l'économie réelle via la consommation et l'investissement (cf. Graphique 5).

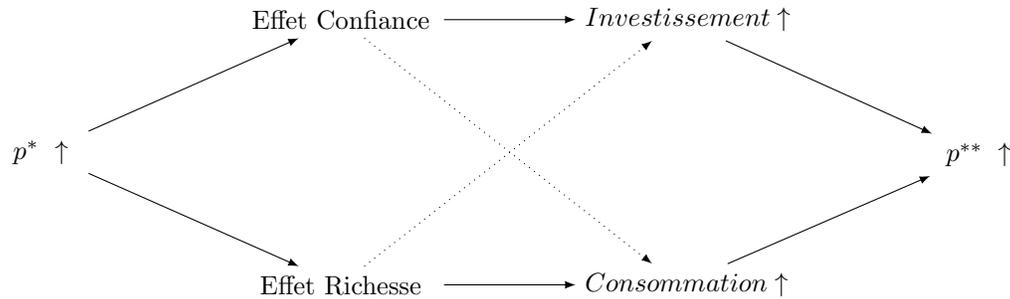


FIGURE 5 – Politique de Type « Asset Reflation »

En l'absence de relais par les particuliers (qui cette fois-ci n'y croient pas), **ce sont les banques centrales qui sont sollicités pour faire monter les cours de bourse**. Les déclarations de la FED, de la BCE et de la BoJ montrent que ces dernières ont décidé de soutenir directement ou indirectement les marchés boursiers de leurs zones monétaires respectives. Grâce à ces acheteurs (potentiels) en dernier ressort au pouvoir (théorique) quasi-illimité de création monétaire, les bourses peuvent s'envoler (presque) sans crainte que ce rally ne s'arrête un jour.

Les politiques, les experts stipendiés et les journalistes spécialisés peuvent alors marteler leur nouveau credo :

« quand la bourse va, tout va »

Hommage postume au bon docteur Coué¹².

A ce jour, l'effet d'entraînement sur la sphère réelle du rally boursier démarré à l'été 2012 est pour le moins insignifiant si l'on en juge par les chiffres de croissance sur 2012 et 2013¹³. Cette politique ne fonctionne pas car :

- Si « effet richesse » il y a, il concerne principalement les csp+ et csp++ qui constituent l'essentiel des particuliers détenant des actions cotées en bourse et n'impacte positivement que le secteur du luxe considéré au sens large. La classe moyenne sur laquelle repose l'essentiel de la consommation (55% du PIB en France) n'est que marginalement concernée par la hausse du CAC40
- Il n'y a pas non plus d'« effet confiance » au niveau de l'investissement comme le prouvent les chiffres de l'INSEE sur 2012/2013, les difficultés rencontrées dans le « capital investissement » dont les levées de fonds sont en baisse régulière depuis le début de la crise et celles des FCPI arrivants en phase de liquidation¹⁴

12. Et la bourse va bien merci du moins en apparence. Il est vrai que l'on a transformé le CAC 40 en une machine à pricer les fondamentaux en mode variationnel par rapport au pire (« c'est mieux que prévu »). Il est douteux que l'on puisse procéder de la même façon sur les bénéfices des sociétés et encore moins sur le cash versé aux actionnaires même si à court terme les comptes de résultats sont « sauvés » par les programmes de réduction de coûts, les OPA défensives et les baisses de charges. A long terme, la cyclicité du système économique (les effets de second tour) devrait se rappeler à notre bon souvenir. Chasser les fondamentaux et ils reviennent aux galops.

13. Voir négatif si l'on considère le PIB marchant qui n'est plus publié par l'INSEE mais peut être estimé en tendance en utilisant la production industrielle comme proxy. Les chiffres montrent que la production industrielle qui avait comblé la moitié de sa chute de 20% suite à la faillite de la banque Lehman Brothers fin 2008, est à nouveau sur une tendance baissière depuis 2011

14. Par construction les FCPI sont généralement liquidés 5 à 8 ans après leur création. Avec la crise, de nombreux FCPI sont dans l'impossibilité de liquider leurs participations sauf à des prix « à la casse » ce qui peut impacter de façon spectaculaire leurs valorisations (voir les performances des FCPI sur le site 123fcpi.com)

Concrètement et à ce stade, le seul effet concret de cette politique est le « sauvetage »¹⁵ de l'industrie financière (dont les revenus sont en grande partie liés à la hausse des cours de bourses), des fortunes privées investies pour partie en actions (cotées ou pas, les cours de bourse servant à valoriser les sociétés non cotées par la méthode des comparables) ainsi que du patrimoine de l'Etat correspondant à ses nombreuses participations dans les entreprises Françaises.

Cette divergence entre la sphère financière et la sphère réelle ne pourra cependant pas durer éternellement (cf. Graphique 6).

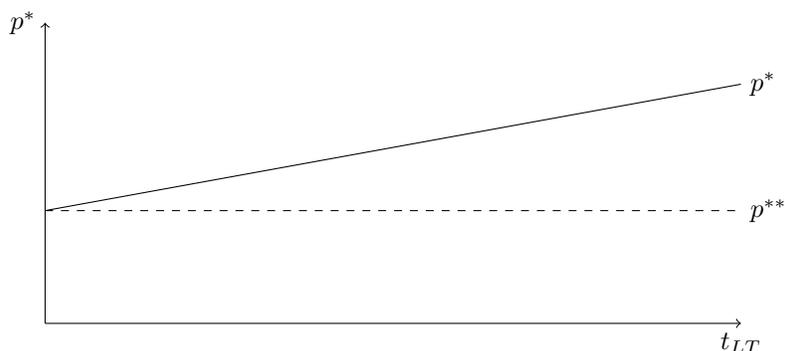


FIGURE 6 – Divergence entre la Sphère Financière et la Sphère Réelle

De deux choses l'une :

1. Soit cette politique « non conventionnelle » permet in fine à l'économie de redémarrer un nouveau cycle de croissance vigoureux et durable auquel cas il faudra reconnaître qu'en économie comme en finance, la psychologie des acteurs est LE facteur essentiel au point où les représentations des acteurs commandent aux réalités physiques, démographiques, sociologiques, culturelles, physiologiques ou encore comptables¹⁶
2. Soit cette politique échoue à relancer l'économie et la bulle éclatera lorsque les investisseurs de long terme prendront acte du gap entre les perspectives réelles des entreprises dans lesquelles ils sont investis et les perspectives pricées par le marché

Rappelons cependant qu'à ce stade, aucune banque centrale n'a encore inscrit à son actif des titres de propriétés ni même de titres de créances d'entreprises cotées en contre-partie de la masse monétaire créée au passif. Le marché prend pour argent comptant les déclarations parfois ambiguës des banquiers centraux sur les mesures « non conventionnelles » qu'ils pourraient prendre si l'évolution des marchés n'allait pas le sens souhaité.

Cette politique d'effets d'annonces est un jeu dangereux qui engage directement la crédibilité des banques centrales tout autant que la valeur des monnaies.

Si les banquiers centraux venaient à passer de la parole aux actes en se substituant à un système bancaire dorénavant plus restrictif dans sa politique d'octroi de crédits, nous rentrerions alors de

15. Le sauvetage n'est qu'apparent car les prix « affichés » qui servent de références comptables pour la valorisation des patrimoines n'ont aucune pertinence lorsqu'ils ne reflètent qu'un petit nombre de transactions dont une partie est de surcroît fictive (manipulations). C'est tout le problème des techniques de valorisation en « juste valeur » (mark-to-market) qui ne tiennent pas compte de la liquidité ou plus exactement de l'illiquidité du marché. Voir notre article « Présentation Critique du Principe de Valorisation en Juste Valeur » téléchargeable à cette adresse : <http://www.fly06.fr/Economie>

16. Les limites sur lesquelles notre appétit insatiable de croissance est très certainement en train d'achopper, mais c'est une autre histoire...

plein pied dans une politique de monétisation effective de créances potentiellement irrécouvrables que le « shadow banking » n'est plus en mesure de prendre à sa charge¹⁷.

Ainsi transformées en super hedge funds (de dernier ressort), les banques centrales n'auraient pas d'autres choix que de combler leurs pertes par de la création monétaire « ex nihilo ». Ce qui concrètement reviendrait à **mutualiser ces pertes sur l'ensemble des acteurs économiques (ménages et entreprises) en les spoliant d'une partie de leur épargne et de leur pouvoir d'achat par la dévaluation monétaire**¹⁸. Cette perspective est évidemment réjouissante lorsque l'on prend conscience que démocratie, consommation de masse et classe moyenne sont intimement liés.

Paupérisons la classe moyenne et c'est le modèle occidental post-WW2 qui s'effondrera.

Peu probable que cette perspective n'infléchisse les intégristes du Veau d'or qui ont réussi à faire du CAC 40 l'alpha et l'oméga de nos politiques publiques.

17. Bien que les voix qui appellent à la titrisation des créances bancaires aux PMI/PME et leurs inscriptions à la liste des collatéraux admissibles au guichet de la BCE se fassent entendre de plus en plus ouvertement, rien n'a encore été acté sur ce point. Une telle mesure reviendrait à faire assumer le risque sur ces créances non pas sur une myriade d'investisseurs finaux (shadow banking) comme ce fût le cas pour les crédits subprimes US mais directement par la BCE

18. Rappelons en effet que la monnaie n'a pas de valeur intrinsèque mais n'est qu'une créance sur la richesse produite. L'argent injectée dans l'économie sans contrepartie en terme de la production nouvelle irait simplement gonfler les prix de la production existante