

Trop peu, trop tard? Les aventures du plan Paulson

Par Jacques Sapir, lundi 6 octobre 2008 à 21:13 (5024 vues, [permalink](#), [rss co](#)) :: [Recherches](#)

L'adoption du plan Paulson par la Chambre des représentants le vendredi 3 octobre met fin aux «[folles journées](#)» de septembre. Si cette décision était attendue et nécessaire après le chaos qu'avait provoqué un premier rejet du plan, elle ne signifie nullement la fin de la crise financière. Cette dernière va continuer à s'approfondir et à manifester ses effets dans le secteur réel comme dans le secteur financier^[1], mais sous des formes qui, pour un temps, seront sans doute moins catastrophiques sauf si une spéculation brutale devait se développer à brève échéance sur les taux de change^[2]. Le plan Paulson et le déficit budgétaire qu'il va induire, soulèvera à terme le problème de la dette souveraine des Etats-Unis.

L'adoption du plan Paulson va cependant permettre aux opérateurs financiers et aux gouvernements de gagner au mieux quelques semaines de répit. Il conviendra de les mettre en oeuvre pour apporter les remèdes structurels que la crise financière exige et pour répondre à l'entrée en récession aujourd'hui inévitable des principales économies occidentales. Ceci implique cependant que toutes les leçons des événements des derniers jours soient tirées, et en particulier dans le domaine de la théorie économique.

Le Plan Paulson a suscité de nombreuses critiques dès qu'il a été connu. Si certaines de ces critiques s'expliquent par le jeu politicien aux Etats-Unis ou encore par la permanence d'une idéologie surannée, il ne fait aucun doute que ses principales dispositions sont contestables et que certaines critiques sont justifiées. Cependant, quels que soient les arguments que l'on peut soulever à l'encontre de ce plan, son adoption était devenue absolument nécessaire. Le premier rejet du plan par la Chambre des Représentants par 228 voix contre 205 avait en effet largement contribué au chaos financier et bancaire qui s'est développé du 29 septembre au 3 octobre.

L'incapacité des critiques de Paulson à comprendre la nature spécifique du danger d'une crise de liquidité, la nature illusoire de certaines des améliorations ou modifications qu'ils ont proposées, sont autant de révélateurs des limites et des faiblesses des cadres théoriques qui ont été mobilisés pour appréhender la crise.

La crise financière est un "moment" dans une crise plus générale, comme on a tenté de le montrer dans un [texte précédent](#). La crise de liquidité constitue, elle, un "moment" particulier de la crise financière. Elle fait basculer la temporalité de l'action du court au très court terme et induit une dramatisation spécifique du développement de la crise. Cependant, au-delà de la question de l'articulation et de la juxtaposition des temporalités, la crise de liquidité met au premier plan un certain nombre de questions théoriques majeures dont il faudra tenir compte pour la suite de la crise.

I. Le danger immédiat de la crise de liquidité

Le rejet initial du plan Paulson a signifié une perte globale de la crédibilité des acteurs politiques face au déroulement de la crise. La conséquence immédiate a été le tarissement du marché interbancaire sur les principales places financières. L'arrêt des transactions entre banques a signifié que ces dernières se sont mises en apnée financière. Or, même des établissements qui sont dans de bonnes conditions de solvabilité peuvent se trouver dans l'impossibilité matérielle de remplir leurs obligations financières si elles ne peuvent emprunter à court terme. L'arrêt du marché interbancaire menace alors l'ensemble des établissements, qu'ils soient solvables ou non, de faillite.

Les limites de l'action des banques centrales

La crise de liquidité a été manifeste dès le 30 septembre et s'est progressivement amplifiée jusqu'au 3 octobre. En dépit de l'injection par les banques centrales de quantités considérables de liquidités^[3], avec en particulier l'extension des prêts "Swap" de la FED aux autres banques centrales de 330 milliards de dollars à 620 milliards, l'accroissement de la fenêtre de ré-escompte spéciale de 300 à 450 milliards de dollars, les engagements de la BCE et de la Banque du Japon, les taux à court terme se sont envolés et les volumes de transaction se sont effondrés^[4].

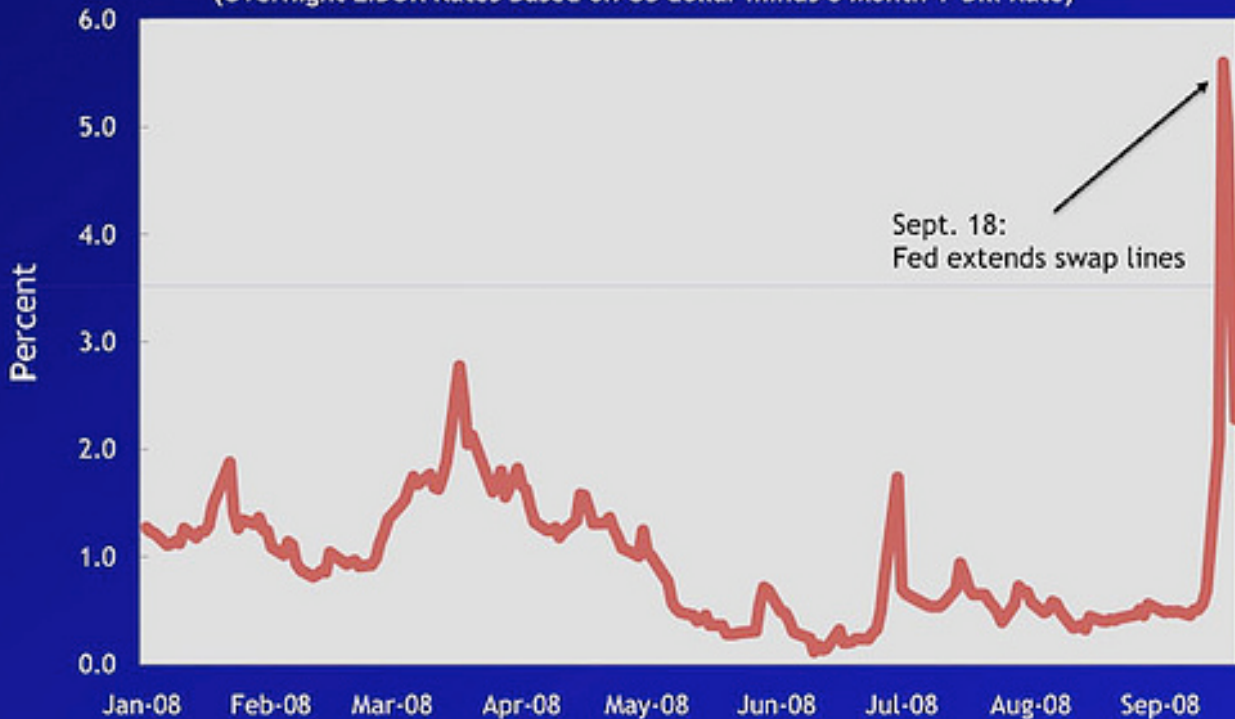
Ainsi, le taux sur les crédits à 3 mois en dollars devait atteindre 10% à Londres dès le mardi 30 au matin, tandis que le LIBOR connaissait une hausse très spectaculaire^[5], et le EURIBOR (taux sur des prêts à 1 mois en euros) atteignait 5,05%^[6]. De fait, les taux sont revenus aux niveaux les plus élevés qu'ils avaient atteint le 18 septembre avant l'intervention massive des banques centrales (*graphique 1*). Ceci montre que le pouvoir de ces dernières s'amenuise avec le développement de la crise.

Graphique 1.

Evolution des taux interbancaires avant l'intervention des banques centrales.

Interbank Lending Rates Spiked Before Federal Reserve Intervention Last Week

(Overnight LIBOR Rates Based on US dollar minus 3 Month T-Bill Rate)



Sources: Financial Times and Federal Reserve Board.

IEC Majority Staff, September 24, 2008

Un des responsables stratégie de la Dresdner Kleinwort devait déclarer aux journalistes le mardi à midi: «Les marchés monétaires se sont effondrés, et plus aucune transaction n'a lieu (...) Il n'y a plus de marché. Les banques centrales sont les uniques pourvoyeurs de liquidité car plus personne ne prête^[7].» De fait, les banques européennes ont emprunté 15,5 milliards d'euros dans la nuit du lundi 29 au mardi 30 septembre.

C'est dans ce contexte que les gouvernements de la Belgique, des Pays-Bas et de la France ont dû se porter au secours d'établissements comme Fortis ou Dexia qui, contrairement à Bradford & Bingley ou Hypo Real Estate, n'étaient pas en situation d'insolvabilité générale mais étaient directement menacés par la crise de liquidité.

On voit bien que l'action des banques centrales, si elle est nécessaire, est ici pleinement insuffisante. L'injection massive de liquidités à court (3 mois) ou très court terme (de l'*overnight* à 1 mois) permet d'éviter que la crise n'emporte l'ensemble du système bancaire en quelques heures. Mais cette action est insuffisante pour arrêter la crise. Au mieux, elle stabilise un blessé grave, mais ne le guérit pas. On touche ici aux limites de la politique monétaire que James K. Galbraith a parfaitement analysé en mars 2008^[8]. Parce qu'ils sont incapables de s'extraire d'un cadre intellectuel et théorique profondément erroné et matériellement dépassé, les responsables des banques centrales, de Ben Bernanke à Jean-Claude Trichet sont incapables d'aller au-delà de

l'équivalent d'une médecine d'urgence et de premier secours alors que la crise se développe.

La crise de liquidité ne s'est pas manifestée uniquement aux Etats-Unis et sur les marchés européens. Elle s'est rapidement propagée en Asie, provoquant des hausses brutales des taux à 1 et 3 mois à Singapour, Hong Kong et Sydney. La Bank of Japan a ainsi été obligée d'accroître très fortement ses interventions auprès des banques tandis que la Banque Centrale Australienne (Reserve Bank of Australia) a du injecter pour 1,6 milliards de dollars US dans la journée du 30 septembre.

La situation va continuer de se dégrader ainsi jusqu'au 3 octobre, en dépit des efforts répétés des banques centrales pour injecter des liquidités et élargir le spectre des titres acceptés en collatéral à des prêts aux banques^[9].

Les effets contaminants de la crise de liquidité

La crise de liquidité n'a pas touché que les banques. Les grandes compagnies d'assurance, qui détiennent elles aussi des actifs douteux, ont été frappées par la crise de liquidité. Le mardi 30 septembre Fitch rating dégradait sa note sur Hartford Financial, à la suite des pertes que cette société avait subies consécutivement à la faillite de Lehman Brothers mais aussi au rachat par l'Etat de AIG, un autre assureur.

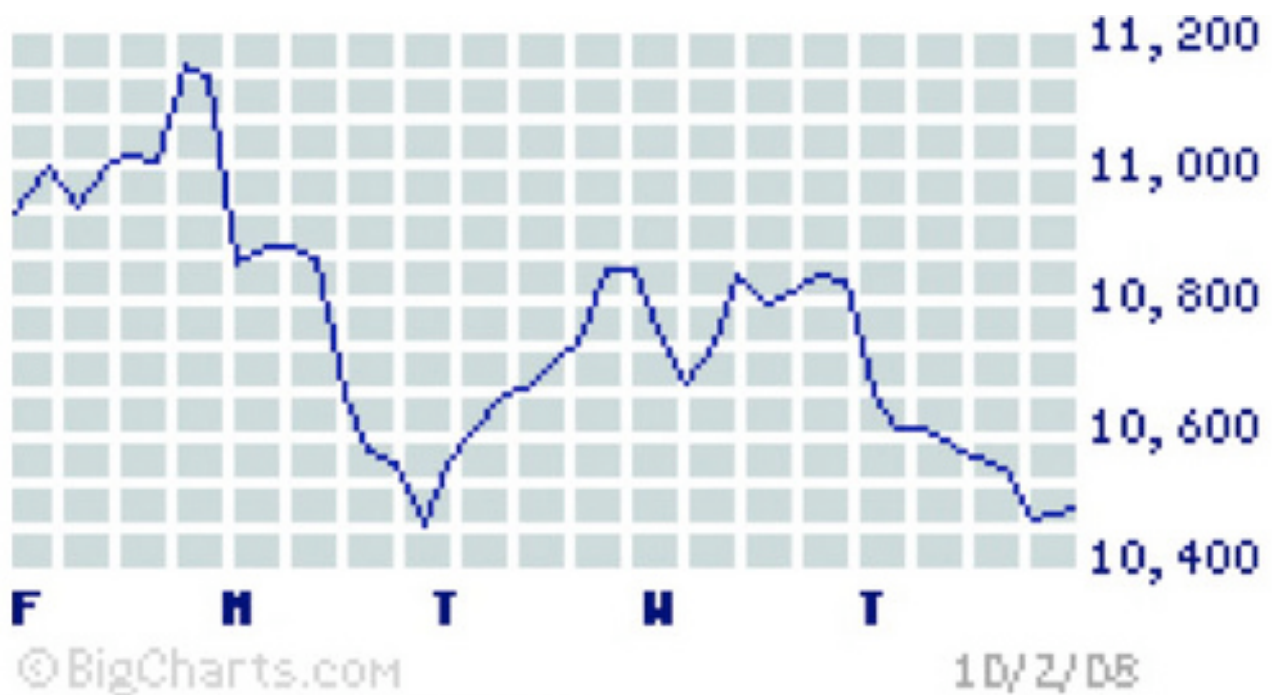
La baisse de la notation, dans un climat de crise de liquidités provoquait une chute brutale de 18% du cours de l'action de cette société. La chute devait se poursuivre le mercredi 1er octobre et le mouvement touchait dans les heures qui suivirent deux autres importants assureurs, Metropolitan Life et Genworth Financial.

L'impact de cette crise de liquidité s'est immédiatement fait sentir sur le marché des valeurs mobilières où des ventes importantes ont été réalisées pour pouvoir dégager des capacités de financement à très court terme. La journée du lundi 29 septembre a connu une chute historique de 777 points. La reprise technique qui se manifeste le mardi 30 ne dure guère et au jeudi 2 octobre en fin de séance le DJIA est à un niveau particulièrement bas (*graphique 2*).

Si la situation a été très difficile pour les banques et les établissements financiers, elle commence à devenir inquiétante pour les entreprises. Une réunion de la National Association of Corporate Treasurers fut ainsi organisée le jeudi 2 pour centraliser les informations provenant des membres de cette association. Les grandes entreprises américaines ont en effet été confrontées à un brutal durcissement des conditions de crédit de la part des banques sur les facilités de crédit à court terme^[10].

Graphique 2.

Évolution du Dow Jones du vendredi 26 septembre à la clôture du jeudi 2 octobre (source: BigCharts.com via MarketWatch).



Il faut ici bien distinguer les besoins de financement à court et à long terme des entreprises. En règle générale l'analyse tend à se focaliser sur le financement des investissements. Il s'agit de financement à moyen ou long terme qui pèsent sur la capacité d'une entreprise à maintenir son niveau concurrentiel, mais qui n'affectent pas immédiatement sa capacité à produire. Tout aussi important est le financement des opérations au jour le jour, soit la gestion du capital circulant. Les entreprises ne gardent que très peu de moyens liquides dans leur comptabilité et ce même quand elles réalisent des profits confortables. Aux Etats-Unis, ces liquidités sont souvent placées en valeurs mobilières, dans des comptes à très court terme. Les entreprises américaines ont ainsi été frappées simultanément par une difficulté croissante à obtenir un renouvellement de leurs lignes de crédit de la part des banques – elles-mêmes en difficulté sur leur trésorerie – et pas une brutale perte de valeur de la part de leur propre trésorerie placée en actions. À la veille du vote du Plan Paulson par la Chambre des Représentants, le risque existait bien de voir l'activité économique aux Etats-Unis faiblir brutalement non du fait d'un effondrement total de la demande mais simplement en raison de l'absence de moyens de trésorerie de la part des entreprises.

Les nouvelles qui surviennent entre le vote du Plan Paulson le vendredi 3 octobre et le lundi 6 octobre montrent d'ailleurs à quel point la situation se dégrade rapidement aux Etats-Unis. Un certain nombre de grandes firmes telles Goodyear, Gannett Co., et Caterpillar sont obligées d'utiliser des lignes de crédit d'urgence pour ne pas être en défaut de paiement^[11]. Le problème touche aussi les finances locales et le Gouverneur de Californie, M. Arnold Schwarzenegger a indiqué que son État avait besoin d'une ligne de crédit de 7 milliards de dollars pour pouvoir faire face aux paiements les plus immédiats. Cette situation semble se retrouver dans d'autres États qui, même si leurs finances locales sont équilibrées^[12], ont des problèmes importants de trésorerie.

Le risque est ici que le financement des services publics, qui sont aux Etats-Unis fournis dans la plupart des cas par des sociétés privées sous contrat, ne puissent plus être assurés.

On constate ainsi que la situation avait atteint à la fin de la semaine un seuil particulièrement dangereux. La crise de liquidité menaçait de provoquer non seulement un effondrement des banques, mais aussi de bloquer le fonctionnement des finances locales et de forcer les grandes entreprises à réduire très brutalement leur niveau d'activité, plongeant l'économie américaine, et à travers elle la plupart des économies occidentales dans une véritable dépression et non dans une simple récession. Pour la première fois depuis le début de la crise financière en août 2007, le spectre de 1929 a failli se matérialiser.

La situation qui se développe entre le 29 septembre et le 3 octobre apparaît comme à la fois particulièrement grave et instructive sur le plan théorique. Elle est particulièrement grave car elle montre que l'économie aux Etats-Unis est sous la menace d'un arrêt brutal induit par la volonté des agents de conserver la liquidité qu'ils détiennent à tout prix. Les observateurs utilisent d'ailleurs pour décrire les comportements durant ces journées le mot de stockage (*hoarding*) de la liquidité^[13], tout comme les crises pénuriques du système soviétique engendraient des phases de stockage hystérique des biens^[14]. L'absence de circulation de la liquidité peut provoquer l'arrêt de toute opération économique, même profitable. Dans ce cas, les conséquences d'une crise financière sur le secteur réel sont désastreuses.

La préférence pour la liquidité existe, et le marché l'a rencontrée.

Cette situation est particulièrement instructive car elle est un parfait exemple de la relation entre l'incertitude radicale et la préférence pour la liquidité que l'on trouve chez Keynes. Ceci est un point important pour comprendre les enjeux théoriques qui se nouent au sein de l'urgence qui règne dans les salles de marché durant toute la semaine. La notion de la préférence pour la liquidité a été une des principales pierres d'achoppement entre Keynes et les partisans de l'orthodoxie économique. Une bonne partie de la contre-révolution monétariste a justement consisté à faire disparaître la dimension spécifique de la préférence pour la liquidité keynésienne, pour tenter de l'assimiler à une forme «standard» de recherche de richesse. Ce faisant, c'est le rôle de l'incertitude radicale que les économistes standards ont tenté de faire disparaître.

Les faits sont têtus. Bannies des manuels et des modèles bien lisses qui encombrant les revues académiques, l'incertitude radicale s'est manifestée dans toute sa brutalité, rappelant ainsi à tous la pertinence du raisonnement de Keynes.

Ce dernier, prolongeant les intuitions que l'on trouve dans la *Théorie générale*, a distingué la prime de risque, qu'il lie à un univers où les événements sont probabilisables, à la prime de liquidité, qu'il relie à l'incertitude radicale, celle

qui justement rend les événements non-probabilisables^[15]. Cette vision d'une prime à la liquidité induite par une incertitude systémique s'applique de manière particulièrement éclairante aux situations de crise où les systèmes de représentation des agents ont été perturbés par l'irruption d'un événement *unexpected*, ou imprévu, comme l'a montré George Shackle^[16].

Cet auteur a montré que les surprises qui peuvent survenir sont d'un sens bien différent suivant qu'elles sont induites par un événement mal prévu (*counter-expected*) ou par un événement imprévu (*unexpected*). Ce dernier, parce qu'il déstabilise le système de représentations qui permet de formuler des anticipations, conduit à une préférence absolue pour la liquidité. Celle-ci conduit non à l'action mais à l'inaction^[17], ce qui menace par généralisation l'économie toute entière d'un effet de thrombose. Ce problème de l'incertitude radicale propre à une économie monétaire était au cœur de la réflexion de Hyman P. Minsky^[18], dont on peut montrer aujourd'hui à quel point ses analyses sont adaptées à la compréhension de la dynamique spécifiquement financière de la crise^[19].

Or, comme on l'a indiqué dans un [précédent texte](#), les acteurs des marchés financiers ont été soumis à plusieurs surprises relevant de l'événement imprévu, avec tout d'abord la décision des autorités américaines du 14 septembre de laisser Lehman Brothers faire faillite, puis avec le rejet du Plan Paulson en première lecture à la Chambre des représentants.

Ce que l'on voit se déployer entre le 14 septembre et le 3 octobre valide totalement et définitivement la théorie keynésienne dans son interprétation la plus radicale. Mais une telle analyse suscite des inquiétudes quant à la capacité du plan Paulson à ramener le calme.

Trop peu, trop tard ?

Le vote du plan Paulson par une large majorité (263/171) de la Chambre des représentants le vendredi 6 octobre a constitué une étape essentielle. Cependant, survenant après les diverses péripéties que l'on a connues depuis le 25 octobre, l'effet du plan semble avoir été dramatiquement émoussé comme l'indique la réaction négative des marchés financiers^[20].

Aux Etats-Unis on ne voit que de faibles signes de reprise des opérations de crédit interbancaires. Par ailleurs, la crise s'étend rapidement en Europe où l'effondrement du marché des fonds prêtables à cours terme provoque des tensions économiques et politiques. Le risque sur les banques apparaît comme le plus évident en Irlande et en Allemagne. Dans ces deux pays, les gouvernements ont étendu la garantie des dépôts bancaires^[21]. En Allemagne, la crise de la banque Hypo Real Estate agite la menace du risque systémique et oblige le gouvernement à engager plus de 50 milliards d'euros.

La réunion qui s'est tenue le samedi 4 octobre à Paris entre les dirigeants de la France, de l'Allemagne, de l'Italie et de la Grande-Bretagne montre d'ailleurs à la fois la gravité de la situation et ses implications politiques. La logique de

l'Union Européenne eut voulu que soit convoqué un Conseil Européen. La formation d'un directoire à 4, si elle est logique, constitue un tournant majeur dans la politique européenne qui doit reconnaître la prééminence du niveau de décision étatique et de la coordination en groupe limité.

Mais, le fait le plus important est que cette réunion n'a abouti qu'à un accord vague, susceptibles d'interprétations contradictoires (en particulier sur les conditions d'application des critères de Maastricht). Si les 4 pays réunis se sont mis d'accord sur une garantie donnée aux banques, il n'y a pas eu de Fonds Européen mis en œuvre. Le sauvetage des banques devra se faire État par État.

La question de la réglementation européenne de la concurrence sera aussi rapidement posée. Les mesures nécessaires au sauvetage des banques seront à l'évidence contradictoires avec une large part de cette réglementation.

De manière symptomatique l'accueil réservé par les opérateurs financiers européens aux résultats de cette conférence a été des plus mitigé, avec une forte hausse du LIBOR pour les prêts *overnight* en dollars et de l'EURIBOR pour les prêts en euro sur 3 mois. Plus significatif encore est le fait que le volume de transactions reste très inférieur à son niveau normal, confirmant une thésaurisation des liquidités disponibles^[22]. Le phénomène du «stockage» (*hoarding*) des liquidités continue de dominer le marché.

En Asie aussi le plan Paulson a du mal à convaincre les opérateurs financiers. Le 6 octobre, tous les indices boursiers de la région, à l'exception de celui du Bangladesh, ont affiché des baisses très sensibles. Les conditions du crédit à court terme ne se sont pas détendues.

S'il était évident que le simple vote du plan Paulson ne pouvait signifier le début des opérations de sauvetage des banques, un plan d'une telle ampleur a habituellement un impact positif dès son annonce dans la mesure où les opérateurs anticipent les effets futurs de sa mise en œuvre. C'est d'ailleurs ce que l'on avait constaté quand le plan fut annoncé initialement.

Qu'il n'en soit rien alors qu'il est voté est un signe extrêmement inquiétant. Il montre que, après les «surprises» au sens de Shackle subies par les opérateurs entre le 25 octobre et le 3 novembre, les représentations de ces derniers se sont fondamentalement modifiées. Il y a une crise générale quant à la crédibilité des autorités américaines et surtout la représentation de la crise est aujourd'hui beaucoup plus pessimiste qu'elle ne l'était le 25 octobre.

Dans ces conditions, la demande pour la liquidité va rester très élevée avec le risque que les comportements de thésaurisation ne conduisent à une demande exponentielle. L'incapacité des banques centrales, en dépit d'interventions massives que l'on a constatées la semaine dernière, à résorber une telle situation montre bien que le traitement de la crise financière par les moyens habituels a touché ses limites.

Il ne fait donc aucun doute que l'adoption par la Chambre des représentants vendredi 3 octobre du plan Paulson par 263 votes pour et 171 contre, venant après le vote massivement favorable du Sénat (74 pour et 25 contre) le 1er octobre, était une nécessité. Il est à craindre qu'il ne soit survenu trop tard et, compte tenu du retard pris entre le 26 octobre et le 3 novembre, avec des moyens trop faibles. Le constat du «trop peu, trop tard» a été permanent lors des défaites et l'on peut se demander si nous ne sommes pas en train d'en voir une se dérouler sous nos yeux. Nous ne saurons jamais si l'adoption dès le 25 octobre du Plan Paulson, sans les palinodies des chefs Républicains à la Chambre ou au Sénat aurait pu être cette action décisive arrêtant la panique et reconstituant des représentations plus raisonnables. Une analyse du déroulement de la crise d'un point de vue stratégique va en ce sens néanmoins.

Cela ne signifie pas que le plan soit exempt de défauts et n'ait pas suscité les critiques, bien au contraire.

II. La contestation du Plan Paulson et ce qu'elle révèle.

Les critiques formulées contre ce plan sont de natures très diverses. Les arguments soulevés dans les milieux politiques et académiques ne se recoupent que partiellement. Ils sont cependant, dans une large part, motivés par l'ampleur même du plan (700 milliards de dollars) et les conditions de son exécution.

Au sein des Représentants et Sénateurs Républicains opposés au Plan Paulson, un argument récurrent fut celui de la caisse de garantie mutuelle des banques. L'idée est ici que les acteurs de marché doivent pouvoir s'assurer eux-mêmes. Si le principe d'une telle caisse de garantie est logique, il est aussi évident qu'aucune caisse susceptible de porter les pertes accumulées dans le système bancaire américain ne pouvait être constituée dans le temps nécessaire pour éviter un effondrement total du système.

La critique académique et ses limites

Dans le milieu académique, la revue électronique *The Economists' Voice* publié depuis Berkeley a rassemblé un large spectre de ces critiques, venant pour l'essentiel de milieux proches du parti Démocrate.

Le rédacteur en chef de la revue, Aaron S. Edlin, dans un virulent éditorial du numéro de septembre qui prend la forme d'une lettre ouverte adressée à Henry Paulson, le Secrétaire d'État au Trésor, conteste directement la légitimité du plan^[23]. Prenant le point de vue du contribuable il argumente son désaccord avec le plan autour de deux idées: le rachat des mauvaises dettes doit se faire sans qu'il y ait de mention contraignante d'un «juste prix» et le plan laisse ouverte la possibilité que le Trésor demande des sommes supplémentaires. L'attaque vise directement la personne de Paulson en tant qu'ancien Président de Goldman Sachs: "«*The legislation does not even suggest that you should try to get a fair price, not anyway if 'stability' is at*

stake. And if you decide to give twice the fair price to an old friend from your Goldman Sachs days and think this contributes to stability, that decision is non-reviewable^[24].»”

L'argument combine plusieurs idées. La première, évidente, est la notion de «juste prix» pour des titres dont la valeur est contestable. La seconde est le caractère discrétionnaire de l'autorité conférée à Paulson (*that decision is non-reviewable*). La troisième est la possibilité d'une collusion entre Paulson et ses anciens collègues des banques d'affaires.

Ce dernier argument est à la fois réel et spécieux. Il est réel car l'implication de Paulson dans le monde de la banque d'affaires de Wall Street est indéniablement un problème compte tenu du fait que ces banques d'affaires vont bénéficier du plan.

Il est spécieux dans la mesure où les participants à *The Economists' Voice* ne se sont guère manifestés dans d'autres cas de collusion et en particulier quand Robert Rubin, Secrétaire d'État au Trésor sous l'administration Clinton, après avoir poussé les feux de la dernière des déréglementations du système bancaire américain en 1999^[25], s'en alla prendre une fonction directionnelle dans CityGroup, une des banques les plus avantagées par la mesure prise. L'administration de George W. Bush n'est donc ni la seule ni la première à avoir pratiqué un mélange des genres potentiellement scandaleux en ce domaine^[26]. La vertueuse indignation de M. Edlin serait plus crédible s'il avait été plus cohérent et plus constant dans ses critiques.

Les deux autres idées vont se retrouver à divers degrés dans d'autres points de vue présents dans le numéro de *The Economists' Voice* et en règle générale dans les commentaires suscités par le Plan Paulson.

Le plus argumenté est certainement celui de Luigi Zingales^[27]. Ce dernier critique le plan Paulson au titre que son coût est trop élevé pour le contribuable américain car le gouvernement n'est pas mieux placé que le marché pour évaluer des actifs contestés, mais aussi parce que le plan viole ce qui constitue pour Zingales le principe même du capitalisme: celui qui réalise des profits doit aussi être celui qui supporte les pertes.

On retrouve en fait un des arguments de Edlin concernant la «juste valeur» des actifs. Comme de nombreux critiques du plan Paulson, Zingales utilise la notion de « valeur fondamentale » pour construire son opposition. Un argument identique est utilisé par un autre contributeur au numéro de septembre 2008 de *The Economists' Voice* Lucian A. Bebchuk^[28]. Le problème est que cette notion de «valeur fondamentale» est elle-même plus que douteuse d'un point de vue théorique comme technique ainsi que le démontrent les contributions rassemblées dans un ouvrage récent dirigé par Christian Walter et Eric Brian^[29].

L'idée d'une «violation» du principe du capitalisme soulève d'autres questions, et en particulier celle concernant l'impossibilité de penser la propriété privée

sans penser simultanément la propriété sociale^[30]. Il est cependant clair qu'une aide massive aux banques implique une prise de contrôle directe (par une entrée dans le capital) et indirecte (par le renforcement des réglementations) de la part de l'État.

L'argument sur les «principes» est repris sous une autre forme par Bebchuk qui inclut dans les objectifs d'un plan «idéal» la nécessité de renforcer la «discipline de marché»^[31]. Il y a là une illusion parallèle à celle qui porte sur la «juste valeur» ou la valeur fondamentale. En effet le concept de «discipline de marché» fait directement référence à un individu dont le comportement relèverait de la rationalité maximisatrice au sens traditionnel de ce concept tel qu'il est utilisé dans la théorie économique standard. Or, ce concept est vide de sens scientifique et heuristique en raison des hypothèses qu'il implique quant à la construction des préférences individuelles^[32]. Le marché n'étant pas le seul contexte dans lequel puisse s'inscrire un opérateur de marché (sauf à lui supposer une inexistence absolue de toute vie sociale) aussi «dures» que puissent être les règles d'un marché elles ne sauraient à elles seules modeler le comportement de l'individu en question ni prévenir des renversements brutaux de la hiérarchie de ses préférences.

L'histoire même des spéculations et des crises, depuis la fameuse «folie» des tulipes jusqu'à la présente crise^[33], montre l'inanité du recours à la «discipline du marché» comme formule salvatrice, dans la mesure où le moteur de cette dernière, la concurrence, est ce qui produit l'incertitude et les comportements déstabilisateurs. Zingales et Bebchuk se cramponnent à une vision de désordres exogènes sans comprendre que l'origine de ces désordres est endogène aux processus de marché.

Zingales ne se limite pas à des critiques, mais fait des propositions alternatives. La plus intéressante, directement inspirée des mesures de l'administration Roosevelt, porte sur une annulation de fait d'une partie des dettes. Dans la mesure où la puissance publique américaine se trouvera en possession d'une importante quantité de dettes émises par des ménages, il y a ici une piste à creuser. Elle est développée par Dean Beaker qui développe une critique du Plan Paulson visant à en renforcer sa dimension sociale^[34].

Malheureusement, comme le montre Howard L. Rosenthal dans une «lettre aux rédacteurs» de *The Economists'Voice*, les Républicains se sont toujours opposés à toute politique d'annulation des dettes^[35]. Rosenthal indique que les fondements théoriques à une telle opposition ne sont pas vérifiés^[36]. Historiquement, cette opposition ne pu être surmontée durant le New Deal que grâce à la majorité massive dont disposaient les Démocrates au Congrès, puis aux changements au sein de la cour suprême, dans le cours du second mandat de F. D. Roosevelt.

Cette opposition farouche et fanatique des Républicains au principe d'une annulation des dettes a ainsi conduit la direction du Parti Démocrate à abandonner la proposition d'une renégociation des contrats hypothécaires pour ne pas «tuer» l'accord sur le Plan Paulson, un renoncement qui a expliqué la

réticence de certains représentants Démocrates à le voter lors de la seconde lecture^[37].

Joseph Stiglitz va lui aussi pendre position contre le plan immédiatement après le rejet de ce dernier en première lecture^[38]. Les arguments de Stiglitz ne recourent que partiellement ceux de Eldin et Zingales.

Pour Stiglitz les trois principaux défauts du Plan sont l'impact dépressif qu'il peut avoir sur l'économie par le surcroît d'impôts qu'il peut engendrer, le fait qu'il ne peut résoudre la crise de confiance car il ne s'attaque pas efficacement à la question des mauvaises dettes et le fait qu'il ne répond pas au problème de la dynamique récessive qui se met en œuvre actuellement dans l'économie américaine. Stiglitz accompagne ses critiques de propositions comme un programme de quasi-nationalisation des banques et un soutien aux ménages menacés par les expulsions.

La nature des arguments employés

Si l'on reprend les arguments avancés à l'encontre du Plan Paulson, on peut constater qu'ils tombent dans trois catégories différentes.

On a des arguments qui renvoient à des erreurs théoriques issues du cadre de l'économie standard. Il en va ainsi de la croyance en la valeur fondamentale et la possibilité de donner à cette notion un rôle opérationnel, de la mythification des vertus de la «discipline de marché», ou encore des réticences devant l'action discrétionnaire. La croyance en une autofondation des règles hors toute action discrétionnaire illustre d'ailleurs un des paradoxes de la pensée économique standard, même dans sa version dite «élargie» ou «éclairée». En effet, pour que des règles soient auto-fondatrices, il faudrait qu'elles soient parfaites ou du moins que leurs effets soient lisibles par tous les acteurs de manière incontestable. Mais, si nous pouvions rédiger des règles parfaites ou susceptibles d'une telle lecture, rien ne nous empêcherait d'écrire des contrats (qui sont à un niveau de généralité inférieur qu'une règle) qui soient parfaits ou lisibles de manière incontestable. Si tel était le cas, ces contrats se suffiraient à eux-mêmes et nous n'aurions pas besoin de règles.

Les règles (réglementations et lois) sont nécessaires parce que la relation contractuelle au sein d'une société dense est imparfaite en raison des limites cognitives et informationnelles des individus. Mais, ce qui est vrai au niveau le plus faible de généralité l'est évidemment au niveau supérieur. Les règles ont encore plus de chance d'être imparfaites que les contrats ne le sont. Ce qui donne leur force aux règles est donc autre chose que leur efficacité technique, c'est la présence d'une autorité légitime qui les dépasse.

La règle n'est pas auto-fondatrice mais suppose une autorité capable d'action discrétionnaire qui soit légitime. En d'autres termes la légalité ne détermine pas la légitimité mais l'inverse.

Il est donc vain d'opposer des règles et l'action discrétionnaire. La présence d'un pouvoir discrétionnaire au sein du Plan Paulson est au contraire un

élément de sa crédibilité. De ce point de vue, les amendements apportés au Plan sont des plus discutables. Ainsi, le Trésor ne pourra pas engager de manière discrétionnaire les 700 milliards de Dollars, mais devra redemander l'autorisation au Congrès pour certaines tranches. Si l'on reprend la métaphore militaire déjà utilisée, ceci reviendrait à envoyer un général à la bataille en ne lui donnant l'autorisation de tir que sur 25% des munitions qui sont dans les caissons, l'autorisation du Chef d'Etat-Major étant nécessaire pour les 25% suivants et celle du gouvernement pour les 50% restant. De plus, on communiquerait à l'adversaire cette limitation de la liberté d'engagement du général...

Quand Stiglitz se félicite de l'amélioration des conditions de supervision du Plan après son rejet, il n'est pas sur qu'il ait raison^[39].

La deuxième catégorie d'argument est celle des arguments probablement justes mais inopérants dans le contexte. Ainsi, un plus ou moins grand degré d'immoralité du Plan Paulson peut être constaté quand on regarde l'usage de l'argent public qu'il implique. Mais la question posée n'est pas celle de la moralité du Plan mais de l'arrêt le plus rapide possible de la crise de liquidité. Nous sommes dans une situation où mieux vaut un plan imparfait et immoral immédiatement disponible qu'un plan optimal mais qui implique de nouveaux délais. De la même manière la proposition d'une caisse de garantie mutuelle n'est pas fautive, et pourrait donner lieu dans le futur à une réforme, mais elle n'est pas pertinente dans le contexte de la crise. Il y a là une erreur quant à la temporalité des événements. Ceci est en partie reconnu par Aaron Edlin dans un nouvel article publié juste après le vote en seconde lecture du plan Paulson^[40]. Edlin reconnaît que la crise actuelle a pris la tournure d'un véritable incendie et qu'il convient avant toute chose d'en arrêter la propagation. La proposition qu'il fait, désormais, d'introduire une garantie totale des dépôts est plus réaliste que ses premières critiques.

L'argument de Stiglitz sur le fait que le plan Paulson ne cherche pas à remédier à la dynamique récessive de l'économie américaine entre lui aussi dans la catégorie des arguments justes mais qui ne sont pas pertinents dans le contexte immédiat du Plan Paulson. On ne peut contester d'un point de vue théorique l'observation faite par Stiglitz. Il a raison d'indiquer que ce problème est essentiel. Néanmoins, il est d'un ordre d'urgence inférieur à celui de la crise de liquidité. Il n'est pas judicieux de reprocher au Plan Paulson de ne pas faire ce pourquoi il n'a pas été conçu. De même, quand Stiglitz compare les sommes engagées dans le Plan Paulson au fait que l'administration Bush avait naguère refusé un accroissement très faible des aides destinées à lutter contre la pauvreté infantile se trompe-t-il de registre^[41]. Le problème n'est pas là.

On peut d'ailleurs relier à ce type d'arguments les discours européens sur les «parachutes dorés» des dirigeants des banques. Que cette pratique puisse apparaître comme scandaleuse se comprend. Cependant, une réglementation des indemnités de départ des dirigeants ne change rien aux causes de la crise et n'ajoute rien à sa solution.

La troisième catégorie d'arguments est celle des arguments certainement justes mais contradictoires avec le rapport des forces politiques nécessaire à la ratification du Plan. Ainsi, des clauses d'annulation des dettes et de meilleure protection des ménages les plus endettés ainsi que de prise de contrôle de certaines banques par la puissance publique sont incontestablement justes et accroîtraient l'efficacité du Plan. Elles sont incompatibles avec la nécessité d'obtenir un vote bi-partisan.

On peut dire la même chose de la proposition de Stiglitz d'envisager une nationalisation des banques ou du moins une entrée importante de la puissance publique dans leur capital en contrepartie de l'aide apportée. Ceci est tout à fait justifié dans une logique de reconstruction générale du système bancaire, mais ne correspond pas au problème immédiat et surtout est pleinement inacceptable pour les Républicains. On peut cependant se demander si la réelle reconstruction du système financier américain ne pourra commencer qu'une fois la majorité au Congrès fermement aux mains des Démocrates. On ne peut espérer d'une majorité et d'une administration qu'elle se déjuge pleinement et totalement sur ses options idéologiques et politiques les plus profondes. Ainsi, vouloir faire entrer dans le Plan Paulson des mesures en théorie souhaitable mais incompatible avec le rapport des forces actuel n'a pas de sens.

Mais ceci n'est vrai qu'aux Etats-Unis et dans la situation particulière que nous connaissons. Si un plan analogue devait être fait dans d'autres pays et d'autres circonstances, des clauses de ce type seraient effectivement nécessaires et souhaitables.

Au total, il ne fait guère de doute que le Plan Paulson, tel qu'il a été finalement voté le vendredi 3 octobre, soit contestable et imparfait. Mais il n'y a aucun doute qu'il soit indispensable quand on voit comment la crise de liquidité s'est déployée entre le 29 septembre et le 3 octobre.

Le débat que ce plan a suscité, en particulier dans les milieux académiques, s'avère extrêmement instructif. Une partie des critiques soulevées contre le Plan s'avère incohérente dans le contexte de leur formulation ou par rapport à la nature du problème posé. La faible attention apportée au problème de la «temporalité de crise» par rapport à une logique d'optimisation des mesures du plan, ou encore les références récurrentes à la «valeur fondamentale» sont extrêmement révélatrices.

Au-delà des résurgences de l'idéologie libérale que l'on peut détecter dans les fragments d'argumentation concernant la «discipline de marché» et la survivance implicite de l'hypothèse d'efficacité des marchés financiers^[42], on voit que le problème majeur est bien celui de la théorie de l'acteur et de son environnement qui est mobilisée, implicitement ou explicitement, dans ces critiques. C'est bien le problème de l'incohérence théorique et méthodologique de la microéconomie standard qui est ici mis en pleine lumière.

Les enjeux théoriques et politiques

Le maintien du cadre théorique standard en ce qui concerne la nature probabiliste de l'événement (avec ses conséquences pour l'évaluation du risque) mais aussi les conditions de formation des préférences des individus et par conséquent de leur rationalité, est la source majeure des incohérences théoriques et analytiques que l'on peut repérer. La question est d'autant plus importante que le cadre théorique standard a été critiqué spécifiquement sur ces points depuis près d'un siècle, si l'on prend le *Traité des probabilités* de Keynes comme point de départ^[43].

La question de l'incertitude radicale est bien le cœur du projet de réforme de la théorie économique que Keynes commence à développer dans la *Théorie Générale*^[44], mais qu'il n'aura pas le temps de mettre pleinement en œuvre. La prise en compte de la nature subjectiviste des comportements humains oppose ici radicalement la tradition néoclassique, qui survit dans ce que l'on a appelé l'économie standard, et les approches, autrichiennes^[45] et keynésiennes^[46], qui mettent l'incertitude radicale au cœur même du problème de coordination institué par la relation marchande^[47].

Ceci indique bien les éléments théoriques en cause dans la crise actuelle. Cette dernière a mis en lumière des défauts d'intelligence de la réalité, que ce soit dans la phase d'accumulation des causes spécifiquement financières de la crise (l'accumulation de risques mal maîtrisés en raison d'une approche profondément viciée de la question des probabilités^[48]) ou dans les solutions à y apporter. Il importe donc de remettre l'incertitude radicale au cœur de l'analyse économique, y compris dans le traitement formel de la question des probabilités, et de renouer les fils de la tradition keynésienne dans ce qu'elle a de plus radical de Shackle à Minsky. Ceci implique cependant pour établir une cohérence opérationnelle globale du cadre théorique, de produire la microéconomie hétérodoxe dont Keynes a porté le projet mais qu'il a abandonné au vu de l'urgence des années 1930^[49]. La combinaison des anciens travaux de Shackle sur la notion de surprise et de ceux de Herbert Simon sur les limites informationnelles des individus, articulés aux recherches en psychologie expérimentale, rend ce qui était hier déjà nécessaire aujourd'hui possible^[50].

La gestion de la crise n'implique pas seulement une volonté politique, qui n'est pas toujours pleinement présente ou toujours cohérente, comme on le voit aux Etats-Unis. Elle nécessite aussi une transformation radicale et fondamentale du cadre théorique.

Tant que les responsables et leurs conseillers n'auront pas quitté le cadre théorique et idéologique du néolibéralisme non seulement ne pourront-ils pas porter remède aux raisons profondes de la crise, mais encore seront-ils peu crédibles dans la lutte contre les effets immédiats de cette dernière. On ne met pas en œuvre une nouvelle stratégie avec ceux qui ont été à la base de l'échec. La crise actuelle n'est pas un simple mouvement du cycle des affaires. Elle met en cause des éléments bien plus fondamentaux. Dans leur dédain et leur ignorance pour la chose théorique, les opérateurs financiers le sentent bien qui ont du mal à faire confiance à la nouvelle approche préconisée par Paulson

justement parce que c'est lui qui la met en place et qu'il ne semble pas disposer du soutien nécessaire dans l'administration et l'élite politique.

À nouveau, la métaphore militaire s'impose. Le changement de général est parfois la condition de la crédibilité de la nouvelle stratégie. Encore faut-il qu'il soit réellement acquis aux principes de la nouvelle stratégie. Faute de quoi les moyens sont engagés en trop petit nombre et trop tard. Il suffit de relire la tragique histoire de la campagne de France de 1940 pour s'en convaincre. Weygand ne fit pas mieux que Gamelin.

Il faut donc espérer que le plan Paulson, dans sa forme actuelle, puisse gagner le temps nécessaire pour qu'une nouvelle administration et une nouvelle majorité puissent agir aux Etats-Unis. Il est nécessaire en Europe que le tournant stratégique soit pris dès maintenant avec ce qu'il implique de ruptures politiques et théoriques avec les fondements de l'euro-libéralisme.

Jacques Sapir est directeur d'études à l'EHESS, directeur du CEMI-EHESS.

Lire aussi sur ce blog:

- "[Sept jours qui ébranlèrent la finance](#)", 22/09/2008.

Notes

[1] Ce qui était prévisible dès le printemps 2008. Voir J. Sapir, "Quelle ampleur et quelle durée pour la crise actuelle", [Revue du Mauss Permanente](#), 19 mai 2008.

[2] J. Sapir, "How far could the US Dollar fall?", *Real-world economics review*, issue n° 47, 3 octobre 2008, pp. 232-236 ([pdf](#)).

[3] Scott Lanman and Craig Torres, "Fed Pumps Further \$630 Billion Into Financial System (Update2)", [Bloomberg.com](#), 29 septembre 2008.

[4] Gavin Finch and Lukanyo Mnyanda, "Money-Market Rates Jump as Bank Rescues Stoke Lending Concern", [Bloomberg.com](#), 29 septembre 2008.

[5] On trouvera une bonne description non technique du LIBOR ou British Bankers' Association's London Interbank Offered Rate dans D. MacKenzie, "What's in a number? The Importance of Libor", *Real-World Economics Review*, n° 47, 3 octobre 2008, pp. 237-242 ([pdf](#)).

[6] Gavin Finch and David Yong, "Money-Market Rates Climb After U.S. Congress Rejects Bailout", [Bloomberg.com](#), 30 septembre 2008.

[7] Propos recueillis par Gavin Finch and David Yong, "Money-Market rates...", *op.cit.* L'auteur du présent texte a obtenu des informations similaires de responsables de banques opérant sur le marché de Londres vers 11h30 heure de Paris.

[8] J.K. Galbraith, "The collapse of monetarism and the irrelevance of the new monetary consensus", texte de l'allocution à la 25e Annual Milton Friedman Distinguished Lecture, publié comme Policy Note, n°1/2008, The Levy Economics Institute of the Bard College, Annandale on Hudson, NY, 2008.

[9] Justin Carrigan and John Fraher, "Money-Market Rates Climb to Records, BOE Relaxes Funding Rules", Bloomberg.com, 3 octobre 2008.

[10] Duane D. Stanford, Gabrielle Coppola et John Detrixhe, "Treasurers Try to Keep Credit With `Hardball' Banks (update 1)", Bloomberg.com, 3 octobre 2008.

[11] Scott Lanman et John Brinsley, "Fed May See Lending to Companies, States as Next Crisis Fronts", Bloomberg.com, 6 octobre 2008.

[12] La législation américaine interdit aux finances des États fédérés d'avoir des déficits de compte courant. Ces derniers doivent être couverts par le budget fédéral. Mais, même avec un budget équilibré des besoins temporaires de liquidité apparaissent en cours d'année obligeant les États à émettre des bons du trésor locaux. On peut cependant penser qu'en raison du ralentissement de l'activité économique, les recettes fiscales locales ont faibli et que les États vont avoir besoin de montants importants dans les mois à venir.

[13] Joshua Williamson, Stratégiste chez TD Securities à Sydney décrit la situation comme «The interbank lending markets remains clogged up as banks hoard cash», cit. in Justin Carrigan and John Fraher, "Money-Market Rates Climb to Records, BOE Relaxes Funding Rules", op.cit.

[14] Voir M. Aglietta et J. Sapir, "Inflation et pénuries dans la transition", in J. Sapir et V. Ivanter (edit.), *Monnaie et finances dans la transition en Russie*, Éditions de la MSH/L'Harmattan, Paris, décembre 1995, pp. 3-78.

[15] Voir, D. Moggridge (ed), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 29, Londres, Macmillan, 1979, pp. 293-294. Il s'agit d'une lettre écrite en 1939 et redécouverte en 1976.

[16] G.L.S. Shackle, *Expectations in Economics*, Cambridge University Press, Cambridge, 1949.

[17] Voir F. C. MacLachlan, *Keynes'general theory of interest. A reconsideration*, Routledge, New York, 1993, p. 63.

[18] H.P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New haven, Conn., 1986.

[19] C.J. Whalen, "The US Credit Crunch of 2007. A Minsky Moment", Levy Institute Public Policy Brief, n° 93A, The Levy Economics Institute of the Bard College, Annandale on Hudson, NY, octobre 2007.

[20] Steve Goldstein, "U.S. stock futures extend slide after bailout passage", [MarketWatch](#), 6 octobre 2008.

[21] Goldstein, "Germany Guarantees Private Deposits", [MarketWatch](#), 5 octobre 2008.

[22] Gavin Finch and Lukanyo Mnyanda, "Money-Market Rates Climb as Banks Hoard Cash, Crisis Deepens", [Bloomberg.com](#), 6 octobre 2008.

[23] A. S. Edlin, « Questioning the Treasury's \$700 Billion Blank Check. An Open Letter to Secretary Paulson", [The Economists' Voice](#), vol. 5, septembre 2008.

[24] Idem, p. 1.

[25] Il s'agit du Gramm-Leach-Bliley Act of 1999, qui annulait le Glass-Steagall Act de 1933. Rubin fut l'un des acteurs majeurs de cette loi.

[26] On rappellera pour mémoire le scandale du Harvard International Institute for Development qui dû être dissous après la condamnation devant une court Fédérale de ses responsables, Schleiffer et Hay, suite à des pratiques hautement collusives en Russie alors qu'ils travaillaient sous contrat de l'État américain. Ceci se passa sous une administration démocrate et M. Schleiffer exerce toujours d'importantes responsabilités universitaires. Sur ce scandale: J. Sapir, *Les économistes contre la démocratie*, Paris, Albin Michel, 2002, ch. 1.

[27] L. Zingales, "Why Paulson is wrong", "[The Economists' Voice](#)", vol. 5, septembre 2008.

[28] L.A. Bebchuk, "Designing a better plan for addressing the financial crisis", "[The Economists' Voice](#)", vol. 5, septembre 2008.

[29] C. Walter et E. Brian (edit.), *Critique de la valeur fondamentale*, Springer, Paris, 2007.

[30] Voir J. Sapir, *Les Trous noirs de la science économique*, Paris, Albin Michel, 2000.

[31] L. A. Bebchuk, op. cit.

[32] Voir l'implication des travaux de Tversky, Kahneman, Slovic et Lichtenstein sur les modèles possibles de rationalité des acteurs économiques in J. Sapir, *Quelle économie pour le XXIe siècle*, Paris, Odile Jacob, 2005, chap. 1, 3 et 4.

[33] Voir J. Gravereau et J. Trauman, (edits.), *Crises Financières*, Paris, Economica, 2001.

[34] D. Baker, "Progressive conditions for a bailout", *Real-World Economics Review*, n°47, 3 octobre 2008, pp. 243-249 ([pdf](#)).

[35] H. L. Rosenthal, "Letter: Republican Opposition to Debt Reduction in Financial Crises. The Great Depression and Today", [The Economists' Voice](#), vol. 5, septembre 2008.

[36] P. Bolton et H. Rosenthal, "Political Intervention in Debt Contracts", *Journal of Political Economy*, vol. 110, n° 5/2002, pp. 1103-1134.

[37] Ceci a été indiqué à l'auteur par un membre de l'équipe de campagne de Barack Obama qui a qualifié la proposition d'une renégociation des dettes hypothécaires des ménages les plus endettés de «*bloody fair, but a deal killer*».

[38] J. Stiglitz, "We Aren't Done Yet: Comments on the Financial Crisis and Bailout", [The Economists' Voice](#), vol. 5, n° 5, art. 11.

[39] *Ibid.*

[40] A.S. Edlin, (2008) "Quashing the Financial Firestorm", [The Economists' Voice](#), vol. 5, n° 5, art. 13.

[41] J. Stiglitz, "We Aren't Done Yet: Comments on the Financial Crisis and Bailout", op.cit.

[42] Pour une analyse critique du concept, C. Walter, "Une histoire du concept d'efficacité sur les marchés financiers", *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, vol. 51, n°4/1996, pp. 873-905.

[43] J.M. Keynes, *A Treatise on Probability*, Londres, Macmillan, 1921, républié in D. Moggridge (ed), *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 8, Londres, Macmillan, 1973.

[44] Voir P. Davidson, "Some misunderstanding on Uncertainty in Modern Classical Economies", C. Schmidt (ed.), *Uncertainty in Economic Thought*, Cheltenham, Edward Elgar, 1996.

[45] Voir G.P. O'Driscoll et M.J. Rizzo, *Economics of Time and Ignorance*, Oxford, Basil Blackwell, 1985.

[46] Voir J. Runde et S. Mizuhara (edits.), *The Philosophy of Keynes's Economic Probability, uncertainty and convention*, Routledge, Londres et New York, 2003.

[47] Il serait même logiquement possible de classer Marx parmi les tenants de l'approche subjectiviste. Pour une discussion sur l'importance d'une telle approche, J. Sapir, *Les Trous noirs...*, op.cit.

[48] C. Walter, "La recherche de lois d'échelle sur les variations boursières", P. Abry, P. Gonçalves et J. Levy Vehel, *Lois d'échelle, fractales et ondelettes*, Hermès, Paris 2002, chap. 7, pp. 243-272.

[49] Pour suivre l'hypothèse d'O. Favereau, "L'économie du sociologue, ou penser (l'orthodoxie) à partir de Pierre Bourdieu", B. Lahire (ed.), *Le travail sociologique de Pierre Bourdieu*, Paris, La Découverte, 2001, pp. 255-314.

[50] J. Sapir, *Quelle économie pour le XXIe siècle?*, op.cit.