



LA DÉCADE

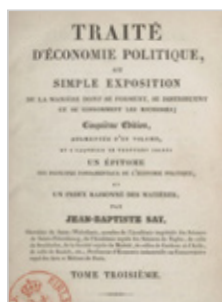
LA LETTRE DU CERCLE JEAN-BAPTISTE SAY

“ Les lumières et la morale sont aussi nécessaires au maintien de la République que le fut le courage pour la conquérir. ”

Il nous l'avait bien dit

novembre 2019

Services publics : si bien servis ?



Alors que la France se prépare avec soumission à la paralysie, à compter du 5 décembre, de ses transports en commun (son « Service Public »), qui fonctionnent davantage au service de ceux qui l'opèrent plutôt qu'à celui de ceux qui le paient par le tarif et par l'impôt. Alors que rien n'est fait, ni dit, par les syndicats sur les luttes sociales qui mériteraient d'être menées, et qui préfèrent défendre les privilèges de certains pour garantir leur survie, il n'est pas inutile de relire Jean-Baptiste Say. Il donne une vision assez juste et actuelle des limites des services publics et de la capacité des politiques à bien gérer les affaires des citoyens.

« Malgré toutes les précautions qu'on peut prendre, le public ni le prince ne peuvent jamais être ni si bien servis ni à si bon marché que les particuliers. Les agents de l'administration ne sauraient être surveillés par leurs supérieurs avec le même soin que les agents des particuliers. Et les supérieurs, eux-mêmes ne sont pas si intéressés à leur bonne conduite. »

Il est facile d'ailleurs aux inférieurs d'en imposer à un chef qui, obligé d'étendre au loin son inspection, ne peut donner à chaque objet qu'une fort petite dose d'attention ; à un chef souvent bien plus sensible aux prévenances qui flattent sa vanité qu'aux soins dont le public seul profite !

« Les services publics ne sont jamais mieux exécutés, dit Smith, que lorsque la récompense est une conséquence de l'exécution et se proportionne à la manière dont le service a été exécuté. »

Non seulement le temps et les travaux des administrateurs publics sont parmi les plus chèrement payés, non seulement il y en a une grande partie gaspillée par leur faute, sans qu'il soit possible de l'éviter, mais il y en a beaucoup de perdus par une suite des usages du pays et de l'étiquette des cours. Qui pourrait calculer ce que, durant plus d'un siècle, il a été perdu sur la route de Paris à Versailles, d'heures chèrement payées par le public ?

Les longues cérémonies qui s'observent dans les cours, prennent de même aux principaux fonctionnaires de l'État un temps considérable. Quand le prince a consacré aux pratiques religieuses, aux cérémonies d'usage et à ses plaisirs, le temps qu'ils réclament, il ne lui reste pas beaucoup de temps pour s'occuper de ses affaires ; aussi vont-elles fort mal. Le roi de Prusse, Frédéric II, au contraire en distribuant bien son temps et en le remplissant bien, avait trouvé le moyen de faire beaucoup par lui-même. Il a vécu plus que d'autres, morts plus âgés, et il a élevé son pays au rang d'une puissance de premier ordre. Sans doute ses autres qualités étaient nécessaires pour cela ; mais ses autres qualités n'auraient pas suffi sans un bon emploi du temps. »

Voilà ce qui fait le lien de la société. Toutes les autres situations sont des états de maladie, des situations nécessairement passagères ; car si elles étaient durables, le corps social cesserait d'exister. »

Traité d'économie politique – 5^e éd. 1826 Livre troisième chapitre VII.

Analyse économique

novembre 2019

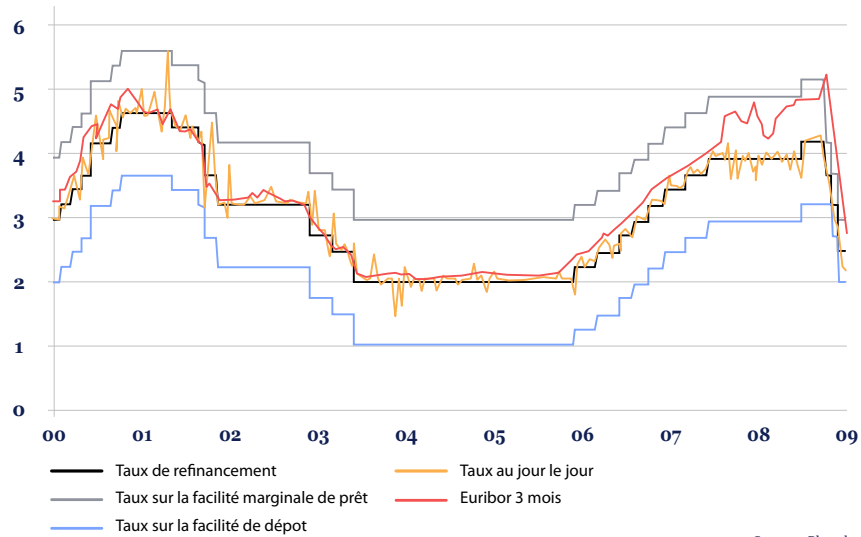
La politique monétaire (II) : comment les banques centrales contrôlent-elles les taux d'intérêts ?

Ce mois-ci, nous poursuivons notre exploration de la politique monétaire en nous intéressant plus concrètement aux moyens d'actions des banques centrales. L'action de celles-ci n'a pas seulement gagné en importance, mais aussi en complexité, les banques centrales ayant développé de nouveaux outils pour agir sur le niveau des taux d'intérêts. Historiquement, les banques centrales sont toujours intervenues sur les taux courts mais depuis quelques années, elles s'efforcent également d'influer sur les taux longs, voire sur les primes de risques, c'est-à-dire sur la compensation du risque encouru par les investisseurs lorsqu'ils prêtent à des emprunteurs risqués.

Comment les banques centrales influent-elles sur les taux courts et créent-elles des taux négatifs ?

Les banques doivent détenir un certain montant de réserves auprès de la banque centrale pour des raisons réglementaires. Le montant minimal correspond généralement à un pourcentage des dépôts de leurs clients. Elles peuvent également en détenir parce qu'elles le souhaitent comme actif sans risque, extrêmement liquide. Dans leurs transactions, les banques vont parfois se retrouver en excédent ou en déficit de réserves par rapport à ce pourcentage de leurs dépôts. Les banques excédentaires vont alors prêter, généralement pour une journée, aux banques déficitaires la quantité de réserves nécessaires pour satisfaire leurs ratios. Historiquement, les banques centrales avaient une bonne visibilité sur la quantité de réserves requises. En intervenant sur la quantité de réserves du système bancaire via différents types d'opérations, elles arrivaient à fixer les taux d'intérêts au niveau qu'elles souhaitaient. Chaque banque centrale a son propre mode opératoire ; nous nous concentrerons sur la BCE. Comme le montre le graphique ci-dessous, jusqu'à la crise financière de 2007-2009, le taux des prêts au jour le jour entre les banques a toujours été très proche du taux de refinancement principal auquel la BCE proposait ses réserves. Ce taux servait de base aux banques pour fixer les taux sur des maturités plus longues, comme le montre ici le taux Euribor 3 mois, taux de référence des prêts que les banques se font entre elles. Pour résumer, lorsque les banques se prêtaient à trois mois, elles le faisaient à un taux correspondant à la moyenne des taux au jour le jour qu'elles anticipaient pour les trois mois à venir et ainsi de suite pour des durées de prêts plus longues.

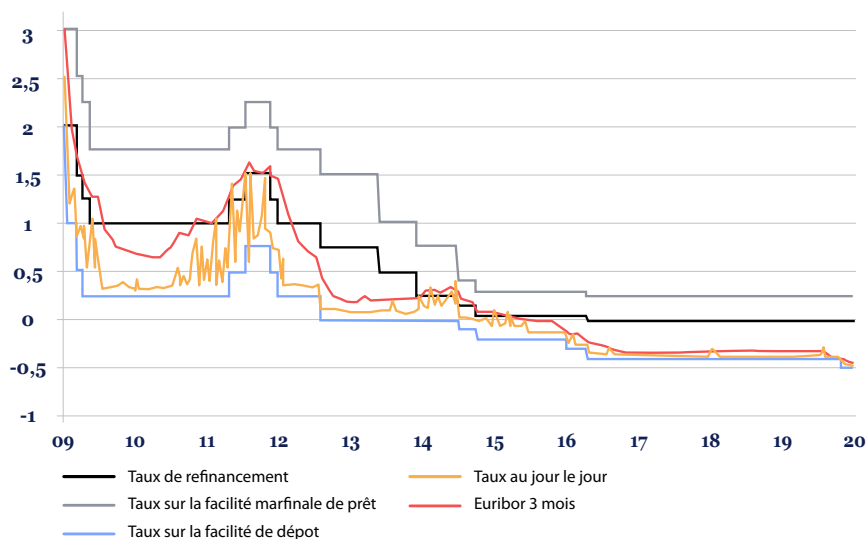
Taux d'intervention de la BCE et taux monétaires (2000-2008)



Sources : Bloomberg

La BCE dispose également d'autres outils pour piloter ces taux : une facilité de prêt et une facilité de dépôts. Cette facilité de prêts correspond à la mission historique des banques centrales de fourniture de liquidité. En apportant des actifs de bonne qualité en garantie, toute banque peut obtenir la quantité qu'elle souhaite de réserves banques centrales, mais à un taux un peu plus élevé que son taux cible. Cela permet de fixer un plafond aux taux courts. Inversement, la facilité de dépôts permettait à une banque disposant d'une quantité excédentaire de réserves de les placer auprès de la BCE, ce qui assure un plancher aux taux monétaires.

Taux d'intervention de la BCE et taux monétaires (2009-2019)

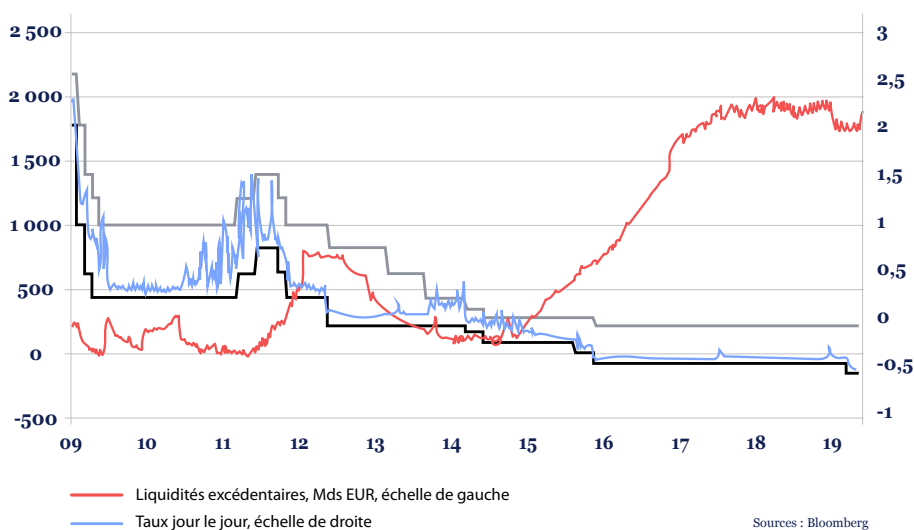


Sources : Bloomberg

Si l'on reste dans le cas de la BCE, la réponse à la crise financière et à la crise de la zone euro a amené la banque centrale à fournir des quantités de réserves très supérieures à ce qui était requis. Cette abondance de liquidités a poussé les taux interbancaires à passer en dessous du taux de refinancement, cible classique de la banque centrale.

C'est la même logique qui permet à la BCE de mettre en œuvre des taux négatifs depuis 2015. Comme le montre le graphique ci-dessus, seul le taux de dépôt est négatif, celui de refinancement principal est nul. En effet, la BCE ne peut forcer les banques à participer à ses opérations de refinancement mais en assurant un sur-approvisionnement du système bancaire en liquidités, elle peut les pousser à se prêter des liquidités à un taux inférieur au taux de refinancement. Si elles ne le font pas, les banques sont obligées de déposer ces réserves excédentaires dans la facilité de dépôts et donc de recevoir un taux d'intérêts encore plus négatif, donc de payer plus ! La BCE vient d'ailleurs d'assouplir ce régime pour réduire la facture pour les banques tout en maintenant les conditions des taux négatifs.

Zone euro : liquidité excédentaire des banques à la BCE (Mds EUR)



Comment les banques centrales influent-elles sur les taux de maturité plus lointaine ?

La volonté d'assouplir encore plus la politique monétaire suite à la crise financière a mené les banques centrales à essayer d'influencer les taux d'intérêts à plus long terme. Pour ce faire, elles ont recours à ce que l'on appelle la « forward guidance » ou aux achats de titres, ou « quantitative easing ».

La « forward guidance » consiste pour les banques centrales à s'engager sur la trajectoire des taux d'intérêts sur un horizon donné. En disant aux investisseurs qu'elle s'engage à maintenir des taux à un niveau donné pour un nombre de mois ou d'années données, ou alors en rendant cette trajectoire dépendante de l'évolution de certaines données, comme le taux de chômage ou l'inflation, elle donne des informations aux investisseurs. Ainsi, ces derniers peuvent intégrer

ces données dans leurs anticipations. Par exemple, si une banque centrale s'engage à maintenir ses taux bas tant que l'inflation reste en dessous d'un niveau donné ou le taux de chômage au-dessus d'un certain niveau, ceci peut réduire la probabilité d'avoir des taux plus haut dans un an. Ainsi, les taux à un an vont baisser.

Lorsque la banque centrale veut influencer les taux sur des maturités encore plus longues, au-delà de l'horizon de deux-trois années sur lequel la « forward guidance » peut être efficace, elle peut se lancer dans des opérations de « quantitative easing ».

En achetant des obligations d'Etat à cinq, dix, quinze ou vingt ans, elle va peser sur les rendements obligataires de ces maturités. La quantité de ces obligations dépend du programme d'émission des Etats. L'émergence d'un acheteur supplémentaire pousse leur prix à la hausse et donc les taux à la baisse. Les taux des obligations d'Etat servant de référence pour les banques lorsqu'elles prêtent aux ménages pour des prêts hypothécaires ou pour les obligations émises par les entreprises, ceci permet de réduire le coût de financement de l'économie. Les études réalisées sur les achats de titres tendent à montrer que les effets de stocks dominent les effets de flux. Autrement dit, le fait que la banque centrale détienne plusieurs centaines de milliards de titres est plus important que le montant mensuel des achats. Poussant la logique encore plus loin, les banques centrales peuvent aussi chercher à influencer directement les primes de risque en achetant des obligations d'entreprises, voire des actions comme le fait la banque du Japon. L'idée sous-jacente est de pousser les investisseurs à aller vers des actifs plus risqués pour obtenir davantage de rendement.

Conclusion

Suite à la crise financière de 2007-2009 et à ses répliques comme la crise de la zone euro, les banques centrales ont considérablement agrandi leur arsenal, mais leur objectif reste le même : agir sur le coût de financement de l'économie pour piloter le mix croissance/inflation de celle-ci. Mais les effets secondaires de ces politiques ne sont pas tous bien connus. Le temps les fera sans doute émerger. Reste donc à espérer qu'ils ne sèment pas les graines d'une crise financière ultérieure...

Reçu 10/10

novembre 2019

« Une vérité appartient non pas au premier qui la dit, mais au premier qui la prouve. »
(Traité 1^{re} ed.)

Michel Erman, **Aimons-nous encore la liberté ?** Édition Plon / 150 p. / 16 €



Question rarement posée aujourd'hui que celle de la liberté réelle que les marxistes opposaient hier à la liberté formelle, au prétexte que les droits étaient virtuels tant la soumission économique dissimulait l'oppression politique. Michel Erman, professeur des Universités et philosophe voit nos libertés réelles reculer non sous l'effet d'une oppression économique, mais d'une certaine lassitude de l'envie d'être libre. C'est-à-dire de choisir l'autonomie de la pensée, par la recherche de la connaissance, le raisonnement élaboré et le respect de la contradiction.

Le conformisme et la soumission viennent nourrir des intolérances mortelles pour la liberté de penser et d'expression, dictées par des communautarismes rassemblant des surmois narcissiques, expressions d'opinions individuelles non argumentées, qui s'érigent en vérités et en moralités insurpassables. De nouveaux directeurs de conscience s'installent facilement avec les réseaux sociaux pour nous faire abdiquer doucement de nos droits par une contrainte sociale déguisée en nouvel ordre moral ou par la recherche d'une protection illusoire.

Michel Erman nous presse de retrouver l'envie d'être libres, de penser par nous-mêmes, car la liberté est bien le sel de la vie.

L'auteur n'aborde pas la question de la liberté économique qui s'ajoute pourtant à celle qu'il traite quand on examine la réduction du champ de nos libertés. Par l'impôt et les prélèvements sociaux qui financent sans autre choix possible des pans entiers de nos existences, comme par la dépendance à l'assistance, qui fige les positions sociales, l'État « providence » ne vient-il pas aussi épuiser nos libertés ?

Collé 0/10

novembre 2019

*« L'économie : il y a peu de sujet sur lequel on se soit plus donné carrière pour déraisonner »
(traité 1^{re} ed.)*

Jean-Claude Trichet : une certaine satisfaction de soi

Il est vrai que l'opinion publique qui s'y intéresse, c'est-à-dire principalement celle des financiers et de leurs relais dans les médias font toujours preuve d'une certaine déférence, voire dévotion, à l'égard des banquiers centraux qui se promènent avec le costume de super-héros toujours doté d'une grande sagesse... Au point qu'Alan Greenspan président de la FED à l'époque, artisan et complice de la crise des subprimes de 2007 -la plus grave crise du crédit depuis la Seconde Guerre mondiale- suscitait l'admiration de tous en affirmant « si vous m'avez compris c'est que je me suis mal exprimé ». Ainsi Jean-Claude Trichet à la tête de la Banque de France, dans une économie en ralentissement, monta les taux à court terme à plus de 20 % fin 1992 pour défendre la parité du Franc et provoqua la disparition d'un million d'entreprises au cours de la récession qui suivit. Puis qui jugea opportun à la tête de la BCE d'augmenter les taux en juillet 2008 à 4,25% à la veille de la pire récession des 100 dernières années.

Ce même Jean-Claude Trichet soutient dans [le Monde du 21 octobre](#) que les attaques récentes contre la BCE (enfin ! pourrait-on dire) « ne visent pas la bonne cible ». Il ne s'agit pas ici de critiquer l'essentiel des mesures qui ont été prises par la BCE pendant et après les crises financières de 2008 et 2011, et qui ont certainement été adaptées. Mais il s'agit plutôt de s'étonner de cette aura qui entoure les politiques monétaires et particulièrement celle de la BCE depuis 4 ans, qui reste une politique de gestion de crise et non une politique adaptée à la situation actuelle de l'économie de la zone euro.

Et d'ailleurs l'ancien « sage » de Francfort est plein d'incohérences dans sa tribune au Monde :

- Il soutient d'un côté que les mesures non conventionnelles (le rachat de dettes publiques par la BCE et le maintien de taux en territoire négatif) ont permis une croissance réelle et une inflation supérieures à ce qu'elles auraient été sans celles-ci. En même temps il souligne l'inflation anormalement basse. Celle-ci est en fait à peu près inchangée dans les pays « core » de la zone euro depuis sa création (autour de 1,5%, -quel est le problème de ne pas être à 2% ?).
- Il constate un chômage encore élevé dans la zone euro, oubliant qu'à son taux actuel de 7,4% il est identique au niveau le plus bas de 2007. Alors qu'en 2018 il jugea nécessaire de monter son taux directeur à 4,25%, le taux actuel de la BCE -pour un niveau de chômage comparable- est de -0,5% !
- Enfin il s'étonne des excédents importants de la balance des paiements courants de la zone euro, qui résultent en fait d'une sous-évaluation manifeste de la devise commune par rapport au dollar notamment. Les taux négatifs entraînent une préférence pour le dollar, alors que la parité des pouvoirs d'achat devrait ramener celui-ci vers 1,25 / 1,30 euro. Une telle parité serait sans doute un handicap supplémentaire pour les maillons faibles de la

zone que sont la France et l'Italie dont la productivité est comprimée depuis des années par un État providence boursoufflé, et notamment par le coût de leurs retraites.

- C'est ainsi qu'il invoque la nécessaire « pleine utilisation de leurs capacités budgétaires » des économies vertueuses qui dégagent des excédents publics et qui ont fait l'effort de réduire leurs dettes (Allemagne, Autriche, Pays-Bas, etc.). La cigale faisant encore une fois la leçon à la fourmi, comme si une relance budgétaire pouvait être justifiée dans des économies en plein emploi !

Sa conclusion -qui pourrait se lire comme une blague- est qu'il faut critiquer les autres « institutions européennes, les gouvernements et parlements nationaux, sans oublier le secteur privé », mais s'il vous plait, pas la BCE !

N'en déplaise à Jean-Claude Trichet, on pourra le faire en lisant [« Christine Lagarde doit en finir avec une politique monétaire insensée »](#).

Parole d'entrepreneur

novembre 2019

Jean-Bérenger de Nattes : « Hommes ou Bêtes »



Hommes ou Bêtes est une maison française de prêt-à-porter masculin. Elle défend depuis 2007 une certaine idée du style français, classique, mais non dénué de fantaisie. Ses tissus proviennent des plus grandes fabriques italiennes, anglaises et japonaises. Ses vêtements sont confectionnés au Portugal, en Espagne, au Maroc - en France, aussi, quand les coûts le permettent- par des artisans triés sur le volet. Son fondateur Jean-Bérenger de Nattes a d'abord été décorateur, se partageant entre l'Europe, les États-Unis et le Japon. Il est ensuite devenu éditeur de tissus d'ameublement - JBN Fabrics- ainsi que designer de mobilier - JBN Design -. Sa dernière aventure est Hommes ou Bêtes ...

1) Pourquoi être devenu entrepreneur ?

- 1) D'abord et avant tout parce que je dois être anormalement indépendant.
- 2) Parce que je ne pouvais pas développer mes idées sans le faire moi-même pour des raisons variées, dont la prise de risque financier n'était pas la moindre.

2) Le chef d'entreprise est-il le seul à entreprendre ?

Bien sûr que non !

Chaque individu à qui il reste un peu d'indépendance d'esprit, qui est doté d'un minimum de courage et qui possède un peu de caractère (dans le sens où on l'entendait au 18^e siècle) est destiné à être entreprenant, quel que soit le domaine dans lequel il agit.

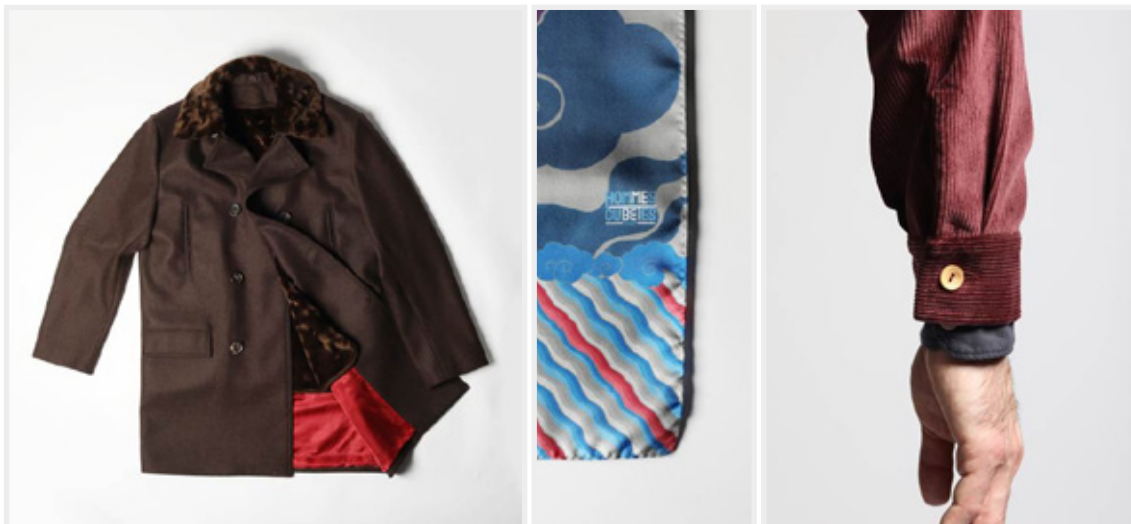
3) Pour vous, qu'est-ce que la création de valeur ?

La seule véritable création de valeur c'est lorsqu'un individu s'épanouit dans l'activité qui est la sienne. Toute ma vie j'ai travaillé avec des artisans autour du monde et c'est toujours dans ces milieux-là que j'y ai rencontré les individus les plus équilibrés et les plus heureux, ce qui engendre généralement une qualité de travail inégalée.

Par ailleurs, les entreprises dans lesquelles j'ai trouvé à la fois une bonne ambiance, une relation personnelle pouvant s'épanouir et, de ce fait, une confiance et une fidélité en découlant, ont toujours été des entreprises familiales et/ou des PME. Il y a bien entendu des exceptions, mais je crois pouvoir dire que c'est plutôt une généralité bien établie.

4) Quelles sont les trois ou quatre mesures à prendre pour améliorer le développement des entreprises françaises ?

- 1) Libérer et encourager l'auto-entrepreneuriat au lieu de lui mettre des bâtons dans les roues (notamment financiers) comme c'est le cas aujourd'hui.
- 2) De même, libérer les PME du maximum de charges et de fardeaux administratifs et financiers, car ce sont elles qui sont les plus importantes pourvoyeuses d'emplois en France de très loin ; de surcroît ce sont les PME qui sont toujours les entreprises les plus innovantes. Or ce sont elles qui subissent le maximum de charges et de contraintes ce qui constitue le comble de l'absurdité.
- 3) Même chose pour les professions libérales.
- 4) Dégraisser et purger l'État, ce qui ne veut pas dire le rendre impotent.



novembre 2019

POURQUOI « LA DÉCADE » ?

« La Décade philosophique, littéraire et politique » cofondée par Jean-Baptiste Say en avril 1794 était publiée chaque décadi, dernier jour des trois décades qui rythmaient les mois du calendrier républicain. Selon l'affiche publicitaire qui soutint son lancement, son ambition était « d'instruire et amuser » !

« La Décade », publiée sur internet 10 fois par an, autour du 10 du mois, sera l'outil de communication du Cercle Jean-Baptiste Say (www.cerclejeanbaptistesay.com), parlera d'économie, tâchera d'instruire et tentera d'amuser... Tentez votre chance ! L'abonnement est gratuit et la diffusion repose sur la promotion des lecteurs. Hommage donc à la sagesse d'un révolutionnaire qui a si bien compris l'importance de la prospérité dans le développement et le maintien de la démocratie. Et si bien expliqué les conditions nécessaires à cette prospérité : la liberté, la propriété, l'échange, le travail. Sans entrepreneurs, point de prospérité et sans prospérité, point de solidarité !

Avec Jean-Baptiste Say comme guide et pédagogue, rappeler les principes fondamentaux de l'économie et expliquer simplement les mécanismes de création de richesse pour qu'ils puissent se remettre en marche dans notre pays, voilà l'ambition de la Décade.
