

UCL

Université
catholique
de Louvain

Louvain School of Management (LSM)



LOUVAIN
School of Management

L'Héritage de Keynes et de Hayek face à la première grande crise financière du XXI^e siècle

Mémoire réalisé par
Adrien Lorge

Promoteur
Mikael Petitjean

Lecteur
Floris Laly

Année académique 2016-2017
Master 120 en Sciences de gestion

Résumé

Quel héritage Keynes et Hayek ont-ils laissé à la politique économique contemporaine ? Ce mémoire tente de l'illustrer à travers la première grande crise financière du XXI^e siècle.

Les visées stratégiques, des autorités américaines, durant la crise seront interprétées au regard des théories de Keynes et de Hayek. La matrice SWOT, outil utilisé essentiellement en stratégie de développement, nous permettra de mettre en évidence d'une part, les forces et faiblesses pour le preneur de décisions et d'autre part, les opportunités et menaces pour la bonne gouvernance du pays.

Cette analyse montre la propension des autorités compétentes à utiliser les outils keynésiens en période de crise, ainsi que la difficulté de changements profonds dans la mise en place d'une politique économique.

Abstract

What heritage did Keynes and Hayek leave to the modern economic policy ? This master thesis tries to illustrate it through the first big financial crisis of the XXIst century.

The strategic aims of the American authorities during this crisis will be interpreted in front of the Keynes's and Hayek's theories. The SWOT matrix, mainly used in the developing strategy's field, will allow us to highlight strenghts and weaknesses for the decision-taker on the one hand and on the other hand, the opportunities and threats for the good governance of the country.

This analysis shows us the propension to use the keynesian tools in times of crisis, as well as the difficulty of deep changes in the implementation of an economic policy.

Remerciements

Par la présente, je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont aidé et soutenu afin que ce mémoire puisse voir le jour.

Tout d'abord, je souhaite exprimer toute ma gratitude envers le Professeur Mikael Petitjean. En tant que promoteur de ce mémoire, il m'a soutenu et orienté dans mes recherches et dans la rédaction de celui-ci. Je tiens également à remercier tous les membres de la faculté Louvain School of Management pour la grande qualité d'enseignement que j'ai pu recevoir durant ces années de master en sciences de gestion.

Ensuite, j'aimerais remercier, Julie, ma compagne et Anne-Marie, ma mère pour leurs relectures attentives. Je voudrais également remercier Didier, mon père pour ses conseils avisés m'ayant permis de nombreuses remises en question.

Enfin, je dédie ce mémoire à ma fille Olivia, qui m'a donné la force et le courage de terminer ce cycle d'études.

TABLE DES MATIERES

Table des matières	I
Liste des principales abréviations utilisées.....	III
Liste des graphiques	IV
Introduction	1
Chapitre 1: Les décisions prises par les autorités américaines	2
1.1 Le feu aux poudres	3
1.2 Les premières réactions des banques centrales	4
1.3 Le programme <i>Hope Now</i>	5
1.4 Le dernier trimestre 2007 ou le début de la Grande Récession	5
1.4.1 Le Term Auction Facility	6
1.4.2 Les lignes de swap de devises pour les banques centrales	7
1.5 La relance budgétaire du gouvernement Bush.....	8
1.6 La forte diminution du taux directeur de la Réserve Fédérale	9
1.7 Le sauvetage de Bear Sterns.....	11
1.7.1 La Commission des affaires bancaires du Sénat	Erreur ! Signet non défini.
1.8 Fannie Mae et Freddy Mac	13
1.8.1 Un statut particulier	13
1.8.2 Le sauvetage	13
1.9 La faillite de Lehman Brothers	15
1.9.1 Le programme PDCF	15
1.9.2 La chute de Lehman	15
1.10 Le sauvetage d'AIG	17
1.11 Vers une crise économique	19
1.11.1 Interdiction de la vente à découvert	20
1.11.2 Le problème des fonds monétaires	20
1.11.3 Le plan Paulson	20
1.12 La solution globale	24
1.13 Conclusion	26
Chapitre 2: Keynes & Hayek.....	27
2.1 La pensée de Keynes.....	28
2.1.1 Biographie sommaire	28
2.1.2 Ses apports à la théorie économique	30

2.2	La pensée de Hayek	38
2.2.1	Biographie sommaire	38
2.2.2	Ses concepts	41
2.3	Comparatif	49
2.4	Conclusion	51
Chapitre 3:	Analyse des décisions	52
3.1	La matrice SWOT	53
3.2	Le rôle et la fonction de la Réserve Fédérale.....	53
3.3	Le déclenchement de la crise	55
3.4	Les premières réactions des banques centrales : vision de la Fed	56
3.5	Le programme Hope Now : vision du gouvernement.....	58
3.6	Le Term Auction Facility (TAF)	61
3.8	Les lignes de swap de devises pour les banques centrales étrangères	63
3.9	La relance budgétaire du gouvernement Bush.....	65
3.10	La forte diminution du taux directeur de la Réserve Fédérale	67
3.11	Le sauvetage de Bear Sterns.....	71
3.12	Le sauvetage de Fannie Mae et Freddy Mac	73
3.13	Le programme PDCF	75
3.14	La faillite de Lehman Brothers	77
3.15	Le sauvetage d'AIG	79
3.16	Le Plan Paulson ou le TARP	81
3.17	La solution globale	83
3.18	Conclusion	85
	Conclusion générale	87
	Bibliographie	89
	Ouvrages et articles :	89
	Références internet :	94
	Annexe	

Liste des principales abréviations utilisées

AIG : American International Group

BCE : Banque Centrale Européenne

CDO : Collateralized Debt Obligation

CDS : Credit Default Swap

CPFF : Commercial Paper Funding Facility

CPP : Capital Purchase Program

FDIC : Federal Deposit Insurance Corporation

FOMC : Federal Open Market Committee

FRBNY : Federal Reserve Bank of New York

GSE : Government-sponsored Enterprises

H4H : Hope for Homeowners

PDCF : Primary Dealer Credit Facility

SEC : U.S. Securities and Exchanges Commission.

TAF : Term Auction Facility

TARP : Troubled Asset Relief Program

TLGP : Temporary Liquidity Guarantee Program

EESH ?

Liste des graphiques

Figure 1: L'évolution du taux directeur aux Etats-Unis aux alentours du déclenchement de la Grande Dépression.....	10
Figure 2: L'évolution du taux directeur aux Etats-Unis aux alentours du déclenchement de la crise des subprimes.....	10
Figure 3: L'évolution du taux interbancaire du 1er janvier 2007 au 31 décembre 2009.	26
Figure 4 : L'évolution des taux d'intérêts pour les banques et pour les prêts hypothécaires aux Etats-Unis, de 1975 à 2010.....	68

INTRODUCTION

Ce mémoire a pour objectif principal de confronter les décisions prises face à la crise des subprimes avec les théories de Keynes et de Hayek.

Le premier chapitre décrira le cadre de la crise et les décisions prises par les autorités américaines. Nous commencerons par le début de la crise en date du 9 août 2007, correspondant à l'annonce de BNP Paribas. Nous développerons différents moments clés jusqu'au plan Paulson et la solution globale envisagée en novembre 2008 par différentes instances gouvernementales. Cette solution visait à limiter la contagion du monde financier vers l'économie dans son ensemble. Nous développerons également des éléments contextuels, afin de comprendre la temporalité et l'évolution des événements.

Nous avons délibérément choisi de restreindre le champ de recherche aux décisions américaines. En effet, c'est là que se situe l'épicentre de cette crise économique mondiale. De plus, nous avons remarqué que les politiques de ce pays ne sont pas spécialement enclines à l'interventionnisme comme réponses aux problématiques.

Suite à cette crise, le débat Keynes-Hayek a connu un nouvel essor. Le second chapitre sera consacré à la présentation des deux penseurs. Le premier, John Maynard Keynes, a influencé, par ses théories interventionnistes, la plupart des décisions prises pour redresser les situations critiques. Le second, Friedrich August von Hayek, aux idées fortement opposées, a apporté un regard critique face aux différentes décisions interventionnistes. En guise de mise en contexte, nous débiterons par une brève biographie, ensuite, nous explorerons leurs différents concepts importants pour finalement, les comparer.

Enfin, le dernier chapitre interprétera les visées stratégiques des autorités américaines durant la crise au regard des théories de Keynes et de Hayek. Cette analyse sera faite à l'aide d'une matrice SWOT. Cet outil, largement utilisé en stratégie de développement, nous permettra de mettre en évidence, d'une part, les forces et faiblesses pour le preneur de décisions et, d'autre part, les opportunités et menaces pour la bonne gouvernance du pays.

Chapitre 1: LES DECISIONS PRISES PAR LES AUTORITES AMERICAINES

Dans cette première partie, nous exposerons les différentes interventions prises par les autorités américaines suite à la crise des subprimes. Nous nous sommes limités à celles qui nous ont semblé importantes, du déclenchement de la crise en août 2007 jusqu'à la fin du mandat de l'Administration Bush en novembre 2008. Nous développerons également des éléments contextuels afin de comprendre la temporalité et l'évolution des événements.

Nous avons délibérément choisi de restreindre le champ de recherche aux décisions américaines, car, c'est là que se situe l'épicentre de cette crise économique mondiale. De plus, les politiques de ce pays ne sont pas systématiquement enclines à l'interventionnisme comme réponse à toutes problématiques.

Nous débuterons l'illustration des décisions par la première réaction des banques centrales suite à l'annonce de BNP Paribas du 9 août 2007. Nous développerons alors, la mise en place du programme *Hope Now*, de la relance budgétaire du gouvernement Bush et également la forte diminution du taux directeur de la Réserve Fédérale. Nous aborderons ensuite le sauvetage de Bear Stearns, suivi de celui de Fannie Mae et Freddy Mac ainsi que la situation particulière menant à la faillite de Lehman Brothers et le sauvetage de la compagnie d'assurance American International Group (AIG). Nous terminerons par le développement de la recherche de la solution globale en fin de mandat de l'Administration Bush. Cette solution globale vise à limiter la contagion de cette crise financière vers l'économie toute entière.

Pour établir le suivi des événements et décisions, nous nous sommes basés essentiellement sur deux ouvrages : « *Mémoires de Crises* » de Ben S. Bernanke (2015) et « *Stress Test : Reflections on Financial Crises* » de Timothy F. Geithner (2014).

Ce choix nous semble judicieux, car Bernanke et Geithner se complètent l'un et l'autre. Bernanke, républicain, était le patron de la Réserve Fédérale, Chairman of the Federal Reserve, durant la crise sous l'Administration Bush. Il l'est resté par la suite jusqu'en 2014

sous l'Administration Obama. Il est également connu pour sa carrière académique précédant sa carrière politique et particulièrement pour ses travaux réalisés avec Minsky et pour sa connaissance de la Grande Dépression . Geithner, quant à lui démocrate, a été sous-secrétaire au Trésor sous l'administration Clinton de 1998 à 2001. Il est devenu Gouverneur de la *Federal Reserve Bank of New York*, Fed régionale de New York, de 2003 à 2009 pour ensuite devenir Secrétaire au Trésor, sous l'Administration Obama jusqu'en 2013.

Nous avons également complété ces informations par le livre du Secrétaire au Trésor de l'époque, Henry Paulson, républicain : « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial Crisis* » de 2013. Le magazine Bloomberg a, par ailleurs élu ce document ouvrage de l'année concernant la crise des subprimes.

1.1 Le feu aux poudres

Le 9 août 2007, la plus grosse banque française déclare geler trois de ses fonds d'investissement¹ liés au marché immobilier américain. Elle ne pouvait évaluer avec clarté la valeur de ces fonds à cause de l'évaporation complète de la liquidité sur les marchés pour ces titres (Padoa-Schioppa, 2009)². Une panique généralisée s'en est forcément suivie. Celle-ci fut renforcée par la déclaration d'un analyste financier, le 15 août, affirmant que Countrywide Financial³ allait faire faillite sous peu. Les investisseurs n'osaient plus acheter de titres sur le marché. Le manque d'échange sur les marchés rendaient encore plus complexe la détermination de la valeur des actifs.

Bien qu'il y ait eu d'autres éléments révélateurs⁴ avant cette date, l'annonce de BNP Paribas est souvent considérée comme le déclencheur de la crise des subprimes.

¹ Interdisant à ceux ayant investi dans ces fonds de retirer leur argent.

² PADOA-SCHIOPPA T. & al. , « *Contre la courte vue : entretien sur le Grand Krach* », Paris, Odile Jacob, 2009.

³ Countrywide Financial était un prêteur hypothécaire important aux Etats-Unis, finançant environ 20% des prêts hypothécaires américains.

⁴ Par exemple, le 31 juillet 2007, lorsque deux fonds, principalement composés de créances hypothécaires, appartenant à Bear Stearns ont été déclarés en faillite, après avoir enregistré de grosses pertes durant les deux mois précédant.

1.2 Les premières réactions des banques centrales

« Selon la notion de prêteur en dernier ressort de Walter Bagehot, les banques centrales doivent, en cas de panique, se tenir disposées à prêter autant que nécessaire, favorisant ainsi la stabilisation des institutions financières et des marchés. » (Bernanke, 2015)⁵

Cette annonce de BNP Paribas a engendré la méfiance sur le marché interbancaire. Suite à cela, le taux d'intérêt a grimpé au-delà de l'objectif fixé deux jours plus tôt. La Réserve Fédérale régionale de New York reçut l'instruction d'injecter 24 milliards de dollars dans le système financier, en achetant en quantité des titres du Trésor sur le marché ouvert.

Du côté européen, où les subprimes américains faisaient ironiquement plus de dégâts qu'aux États-Unis, la Banque Centrale Européenne a injecté 130 milliards de dollars.

Le vendredi 10 août 2007, la Fed, suite à une déclaration rassurante, injectait 38 milliards de dollars dans le système financier et la BCE en injecta quant à elle, 84 (61 milliards d'euros). Preuve d'une tension plus élevée sur les marchés européens, la semaine suivante, d'autres banques centrales⁶ suivraient le mouvement.

Cette injection de liquidités dans le système financier a pour objectif de diminuer le besoin des banques d'emprunter et, par conséquent, de faire chuter le taux interbancaire au niveau cible (augmentation de l'offre de liquidité, faisant diminuer son coût qui est le taux directeur).

La Banque d'Angleterre, par contre, s'est fermement opposée à ce genre de pratique, du moins, dans un premier temps⁷.

Malgré ces interventions, les investisseurs sont restés méfiants sur les marchés de capitaux à court terme.

⁵ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p.158.

⁶ Notamment celles de l'Australie, du Canada, du Japon, de la Norvège et de la Suisse.

⁷ Et ce jusqu'au 19 septembre 2007, où elle injecta 10 milliards de livres dans des fonds à long terme (14 milliards d'euros, 20 milliards de dollars américains). (Official Website of the European Central Bank, « Euro foreign exchange reference rates », en date du 19 septembre 2007, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.en.html, consulté le 21 avril 2017).

1.3 Le programme *Hope Now*

Ce programme, créé sous le gouvernement Bush, n'engendre pas de cout direct. Il consiste à prévenir les saisies immobilières. Son objectif est d'en remplacer certaines par une renégociation du crédit hypothécaire, permettant ainsi à l'emprunteur de continuer à rembourser son prêt et au prêteur de récupérer, in fine, son argent. C'est financièrement ingénieux, mais politiquement, c'est majoritairement perçu comme un favoritisme envers certains emprunteurs irresponsables au détriment des autres.

1.4 Le dernier trimestre 2007 ou le début de la Grande Récession

Mi-octobre 2007, trois grandes banques commerciales américaines⁸ ont subi de lourdes pertes. Mais ce n'était rien comparé à celles enregistrées par la banque d'investissement Meryll Lynch s'élevant à 2,3 milliards de dollars. Sans compter leurs 15 déjà engagés dans des CDO's⁹ adossés à des créances hypothécaires subprimes, forçant le CEO à démissionner le 30 octobre. Le 4 novembre, le président de Citigroup part également. En même temps, la banque annonçait qu'une partie de ses actifs, liés aux subprimes, devait subir une décote importante d'environ des 10 milliards de dollars. Dans les jours qui suivirent, d'autres grandes institutions¹⁰ ont également dû procéder aux décotes de ce type de titres.

En réponse à cela, ces institutions financières américaines ont réussi à lever des fonds à l'étranger. Il s'agissait majoritairement d'investissements passifs, où le centre des décisions restait aux mains des Américains. Néanmoins, ces actions ont inquiété le Congrès.

⁸ Citigroup, Bank of America et Wachovia

⁹ Collateralized Debt Obligation (CDO) : a way of packaging credit risk. Several classes of securities (known as tranches) are created from a portfolio of bonds and there are rules for determining how the cost of defaults are allocated to classes. John C. HULL J. C., « *Risk Management and Financial Institutions* », *Wiley Finance Series, 4th Edition, 2015*, p. 672. Généralement traduit en français par obligation structurée adossée à des créances.

¹⁰ Dont Morgan Stanley et Wachovia.

Durant le mois de novembre, les marchés ont continué leurs fluctuations, tandis que les coûts de financement ne cessaient d'augmenter en Europe et en Amérique du Nord.

1.4.1 Une baisse timide du taux directeur

Lors de la réunion du FOMC¹¹ du 11 décembre 2007, les prévisions de croissance pour l'année suivante étaient évaluées à 1,3 %. Cette prévision était certes peu optimiste, mais surtout erronée. En effet, un an plus tard, le Bureau National de Recherche Economique Américain annonçait que la Grande Récession avait bel et bien commencé en décembre 2007. Ce 11 décembre le FOMC vota pour une diminution du taux directeur d'un quart de point, amenant celui-ci à 4,25 %, mais ce jour, le FOMC ne se limitera pas à cette seule décision¹².

1.4.2 Le Term Auction Facility

Le TAF est un programme d'adjudication à terme de crédit à la fenêtre d'escompte pour les banques privées. Ce programme a commencé avec deux enchères, de 20 milliards de dollars chacune, à échéance de vingt-huit jours pour le premier et de trente-cinq pour le second¹³. S'en suivra l'annonce de deux enchères supplémentaires d'un montant encore inconnu en janvier. Concrètement, il s'agit d'accorder le prêt à qui offre le plus haut taux de remboursement¹⁴ et de permettre ainsi de contrer le phénomène de stigmatisme¹⁵ des emprunts contractés auprès de la Fed. En effet, le taux est défini par ce système et donc par un marché.

¹¹ FOMC : *Federal Open Market Committee*, le Comité fédéral de l'open market. « *The FOMC holds eight regularly scheduled meetings per year. At these meetings, the Committee reviews economic and financial conditions, determines the appropriate stance of monetary policy, and assesses the risks to its long-run goals of price stability and sustainable economic growth* » (Official Website of the Fed, Federal Open Market Committee, About the FOMC, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>. Consulté le 6 juin 2017)

¹² Pour les différentes modifications du taux directeur par la Fed voir le point « La forte diminution du taux directeur de la Réserve Fédérale ».

¹³ PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p.84.

¹⁴ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 172.

¹⁵ Le phénomène de stigmatisme est dû à la peur des institutions financières venant emprunter auprès de la Fed, d'être stigmatisées comme étant faibles, risquant de réduire la confiance de leurs clients.

Contrairement au prêt classique à la fenêtre d'escompte, dans lequel les banques empruntent au taux directeur augmenté d'une pénalité, tous deux fixés par la Fed. Ce taux majoré descend de la théorie de Walter Bagehot. Dans son livre « *Lombart Street* »¹⁶ de 1873, la bible de la Banque Centrale, Bagehot explique le meilleur moyen d'arrêter une ruée bancaire. Il s'agit de montrer aux gens qu'il n'y a aucune raison de se précipiter, que la banque centrale prête librement. Mais ce prêt doit être assorti d'un taux de pénalité afin d'éviter de le rendre attrayant d'un point de vue financier¹⁷ et, par là, encourager les institutions financières à trouver un financement alternatif. En général, ce taux modifié était d'un point au-dessus du taux directeur.

Le TAF a aussi pour objectif d'éviter la méfiance et la panique des clients. En effet, en plus d'obtenir un taux fixé par le marché, le délais d'obtention du montant est plus important. Cela montre que la demande de liquidité n'est pas urgente, donc que la situation n'est pas catastrophique.

1.4.3 Les lignes de swap de devises pour les banques centrales

La ligne de swap de devises, ou *currency swap* est un accord bilatéral par lequel la Réserve Fédérale fournit des dollars à une autre banque centrale garantis dans la devise de celle-ci. Dans ce cadre, en décembre 2007, le FOMC a alloué 20 milliards de dollars pour la BCE et 4 milliards pour la Banque Centrale Suisse. Le but premier de ces lignes de swap était de permettre aux États-Unis de ne pas être contaminés par les tensions financières européennes. Effectivement, les banques non américaines opérant aux États-Unis, ayant besoin de dollars, les empruntaient à leur Banque Centrale, qui devenait donc responsable de ces prêts et du risque y afférent.

En mars 2008, les montants alloués passaient de 20 à 30 milliards de dollars pour la BCE et de 4 à 6 milliards de dollars pour la Banque Centrale Suisse.

¹⁶ BAGEHOT W., « *Lombart Street : A Description of the Money Market* », 1873, Wiley & Sons, réimprimé en 1999.

¹⁷ GEITHNER T. F., « *Stress Test, Reflections on Financial Crisis* », Penguin Random House Business Books, 2014, p. 118.

En septembre de la même année, le FOMC autorisait également les lignes de swap de devises pour la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada et la Banque du Japon¹⁸. En effet, le manque de monnaie américaine en dehors des États-Unis faisait grimper le taux d'intérêt court terme présentant par conséquent un risque d'inflation.

Cependant, fin 2007, la baisse du taux directeur, le *Term Auction Facility* et l'ouverture des lignes de swap, n'ont pas eu l'effet espéré par la Fed. Le marché n'a malheureusement pas eu l'impression d'une véritable démarche secouriste vigoureuse de la part de la Réserve Fédérale. Les agents du marché espéraient notamment, une diminution du taux plus significative qu'un quart de point. La Fed était considérée comme trop lente et trop indécise.¹⁹

1.5 La relance budgétaire du gouvernement Bush

La situation ne s'améliorant que peu, la Réserve Fédérale s'est alors tournée vers l'Administration afin d'envisager une relance budgétaire, telle qu'une réduction d'impôt générale. Cette réduction d'impôt semblait tout à fait pertinente au moment où les ménages peinaient pour le remboursement des mensualités liées à leur crédit hypothécaire. Le 8 janvier 2008, la présidente de la Chambre des représentants demande l'adoption de lois consacrées à la relance budgétaire. Ce qui amène à la Commission budgétaire de la Chambre à y travailler. Divers experts y seront entendus quant à leur opinion sur la relance et sur la façon de la mener. Le 18 janvier, le Président Bush annonça une relance pour un montant de 150 milliards de dollars, essentiellement sous forme de réduction d'impôts. Le Président des États-Unis signera cette réduction fiscale le 13 février. Cela a représenté une diminution annuelle d'impôts de 1200 dollars en moyenne pour les ménages, en fonction des revenus, augmenté de 300 dollars par enfants²⁰.

¹⁸ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 294.

¹⁹ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 202.

²⁰ PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 86.

1.6 La forte diminution du taux directeur de la Réserve Fédérale

Le 9 janvier 2008, le FOMC se réunit par vidéoconférence, son Président, Ben Bernanke, veut encore diminuer le taux directeur pour adapter la politique monétaire au ralentissement économique que connaît le pays. Finalement, le président ne demandera pas cette diminution, car il ne s'agissait pas d'une réunion officielle²¹ et cela pourrait créer un précédent.

Le 10 janvier, Bank of America annonce qu'il va racheter la société Countrywide Financial pour la modique somme de 4 milliards de dollars.

Le 18 janvier, le plan de relance budgétaire est lancé par l'Administration. Depuis le 1^{er} janvier, sur à peine trois semaines, le cours des actions américaines avait perdu environ 10 %.

Le mardi 22 janvier²² après-midi, le FOMC se réunit à nouveau par vidéoconférence, et adapte la baisse du taux directeur de 75 points de base, passant de 4,25 % à 3,50 %²³. Ce fut la plus grosse réduction depuis 1982, et c'était également la première fois que cela se faisait en dehors des réunions officielles du FOMC depuis le 11 septembre 2001²⁴. Le précédent était cette fois créé.

Lors de la réunion officielle suivante, le 30 janvier, le taux directeur de la Fed est à nouveau diminué pour atteindre 3 %, malgré le risque lié d'inflation. En l'espace d'un semestre, de juillet 2007 à janvier 2008, le taux directeur de la Réserve Fédérale était passé de 6,25 % à 3,50 %.

²¹ La FOMC se réunit huit fois par an, et ces réunions sont prévues pour toute l'année, et c'est lors des réunions officielles que le comité est censé prendre les décisions relatives à la politique monétaire (<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>).

²² Le 21 janvier est un jour férié aux Etats-Unis en hommage à Martin Luther King.

²³ PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 86.

²⁴ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 210.

En avril 2008, le taux directeur de la Fed sera encore abaissé pour atteindre les 2%. En décembre de la même année, le taux tomba à 0,50%. Ce taux restera sous la barre des 1% jusqu'en 2016²⁵.

Nous ne pouvons nous empêcher de remarquer une certaine analogie dans cette évolution du taux directeur avec celle de la Grande Dépression :

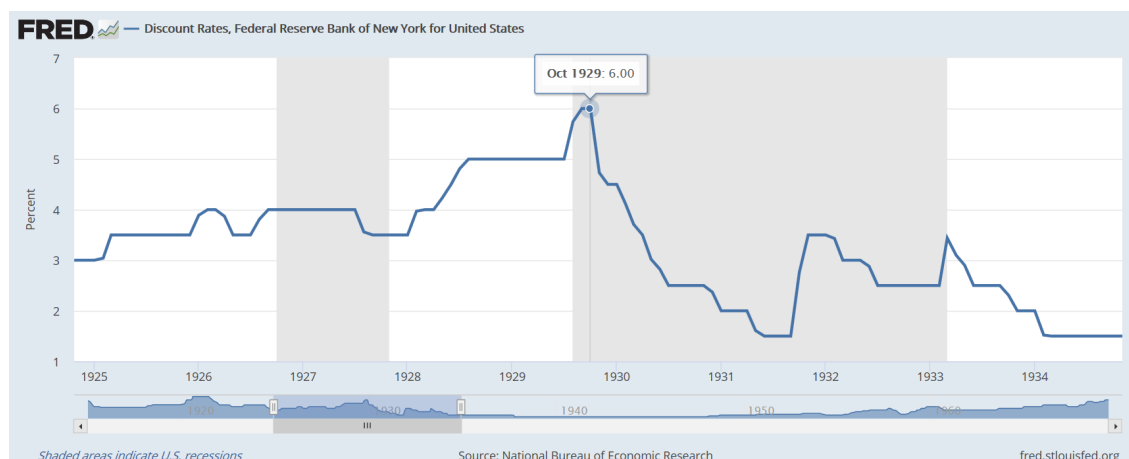


Figure 1: L'évolution du taux directeur aux Etats-Unis aux alentours du déclenchement de la Grande Dépression.

Source : FRED, Federal Reserve Economic Data, St Louis Fed.²⁶

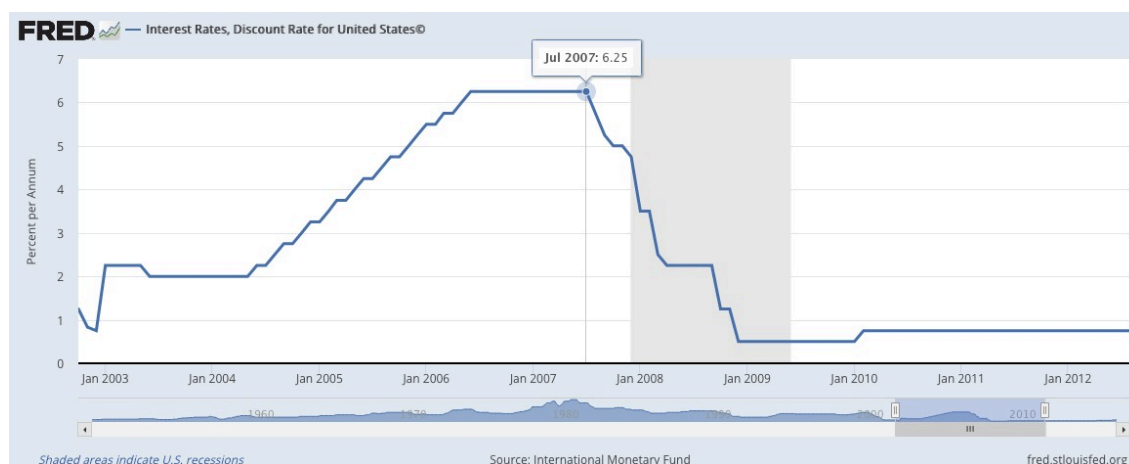


Figure 2: L'évolution du taux directeur aux Etats-Unis aux alentours du déclenchement de la crise des subprimes.

Source : FRED, Federal Reserve Economic Data, St Louis Fed.²⁷

²⁵ FRED, Federal Reserve Economic Data, St. Louis Fed. « Interest Rates, Discount Rate for United States ». <https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N>. Consulté le 29 juillet 2017.

²⁶ FRED, Federal Reserve Economic Data, St. Louis Fed. "Discount Rates, Federal Reserve Bank of New York for United States". <https://fred.stlouisfed.org/series/M13009USM156NNBR>. Consulté le 30 juillet 2017.

Nous remarquons de plus que la diminution a été plus nette en réponse à la crise de 2007. En 2002, Ben Bernanke, considéré comme un expert académique de la Grande Dépression, avait remercié Milton Friedman et Anna Schwartz pour leur ouvrage intitulé « *Une histoire monétaire des Etats-Unis* »²⁸. Il les remercia en précisant que ce manque de réactivité de la politique monétaire lors de la Grande Dépression ne se représenterait plus²⁹ grâce à leur ouvrage. Et pour preuve, la réaction du Président de la Réserve Fédérale au moment de la crise est nettement plus large et rapide.

1.7 Le sauvetage de Bear Sterns

Au dernier trimestre 2007, Bear Sterns³⁰ subit les plus grosses pertes que la banque ait connues depuis 1923, année de sa création. Après cette annonce, début 2008, la situation n'a cessé de se dégrader et son CEO démissionne³¹. Les réserves en numéraires de la banque fondaient à vue d'œil. Ses clients des services de courtage ont commencé à retirer leur argent.

En mars, Bear Sterns sollicita alors l'aide de la banque commerciale JPMorgan Chase. Des experts de cette banque, aidés par ceux de la Réserve Régionale de New York, en ont analysé les comptes. Suite à cela, JPMorgan ne voulait pas venir en aide à Bear Sterns sans intervention de la Fed dans un si bref délai. Cependant, les liquidités de cette banque d'investissement ne tiendraient pas le coup une journée supplémentaire. Le 13 mars 2008, la Réserve Fédérale prend la décision de débloquer 30 milliards de dollars de prêt à JPMorgan Chase afin d'empêcher la faillite de Bear Sterns.

Techniquement, il s'agit d'un prêt sans recours. En cas de défaut, JPMorgan ne devrait rien d'autre à la Réserve Fédérale que les garanties reçues de la part de Bear Sterns. Il

²⁷ FRED, Federal Reserve Economic Data, St. Louis Fed. "Interest Rates, Discount Rate for United States". <https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N>. Consulté le 29 juillet 2017.

²⁸ FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A., « *A Monetary History of the United States, 1867-1960* », Princeton, New Jersey, Princeton University Press, 1963.

²⁹ BERNANKE B., « *On Milton Friedman's Ninetieth Birthday* ». Lors d'une conférence en l'honneur de Milton Friedman. Chicago, Illinois, University of Chicago, 2002, <https://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/>. Consulté le 17 Juillet 2017.

³⁰ Alors cinquième banque d'investissement des Etats-Unis, avec environ 400 milliards de dollars d'actifs.

³¹ GEITHNER T. F., « *Stress Test, Reflections on Financial Crisis* », Penguin Random House Business Books, 2014, p. 148

s'agissait de 30 milliards d'actifs majoritairement adossés à des crédits hypothécaires (malgré tout, jugés de bonne qualité). Ce qui mettait la Réserve Fédérale dans une position peu confortable, car les pertes potentielles impacteraient, en fin de compte, l'argent du contribuable.

Initialement, les prêts de la Fed sont limités aux banques commerciales et aux caisses d'épargne, pas aux banques d'investissement. Mais une exception a été faite dans ce cas-ci, bien que JPMorgan Chase soit effectivement une banque commerciale, le destinataire final du prêt est bel et bien une banque d'investissement. Par manque de temps avant qu'elle dépose le bilan, la Réserve Fédérale a pris la décision d'intervenir, car à la cinquième place des banques d'investissement américaine et du haut de ses quatre cents filiales, elle l'a considérée comme revêtant d'une importance systémique³². En effet, la faillite de la cinquième banque d'investissement provoquerait probablement une ruée bancaire vers les quatre premières.

Après de longues négociations, JPMorgan Chase accepta le rachat des actions de Bear Sterns pour 2 dollars l'unité³³. C'est le secrétaire au Trésor, Henry Paulson, qui avait fait pression pour obtenir un prix de rachat le plus faible possible afin d'avoir un minimum de répercussions dues au principe de l'aléa moral³⁴. L'objectif était d'éviter de donner l'impression que l'Administration renflouait les banques d'investissement, afin de ne pas les inciter à prendre encore plus de risques démesurés. Les actionnaires ne se sont pas laissés faire et ont accepté l'offre à 10 dollars³⁵.

La Fed de New York créa la société Maiden Lane LLC, à laquelle la Réserve Fédérale accorda 29 milliards de dollars en prêt et 1 milliard supplémentaire était fourni par

³² C'est davantage dû à son interconnexion qu'à sa taille, Bear Sterns était TITF, *too interconnected to fail*, plutôt que TBTF, *too big to fail* (BERNANKE B. S., « Mémoires de crise », Paris, Seuil, 2015, p.230-231).

³³ Actions qui en janvier 2007 valaient encore plus de 170 dollars (Reuters Website : « TIMELINE : A dozen key dates in the demise of Bear Sterns », 2008, <http://www.reuters.com/article/us-bearstearns-chronology-idUSN1724031920080317>. Consulté le 4 mai 2017).

³⁴ La notion d'aléa moral (ou risque moral) a été introduite au XVIIIème siècle par Adam Smith, qui la caractérise comme « la maximisation de l'intérêt individuel sans prise en compte des conséquences défavorables de la décision sur l'utilité collective » (Finance de marché, « Aléa Moral », <http://financedemarche.fr/definition/alea-moral>. Consulté le 25 juin 2017).

³⁵ GEITHNER T. F., « *Stress Test, Reflections on Financial Crisis* », Penguin Random House Business Books, 2014, p. 157-158.

JPMorgan Chase. Cette société gère les titres de Bear Sterns. Début 2015, celle-ci a généré un bénéfice de 1,7 milliard de dollars.

Suite à cette intervention, les marchés se sont mieux portés de mars à juin. La croissance est revenue légèrement. Cependant, le cours de l'immobilier continuait de diminuer et les saisies n'ont pas cessé.

Suite à la décision d'octroyer un prêt à JPMorgan Chase, le 3 avril 2008, la Fed sera convoquée à la Commission des affaires bancaires du Sénat afin que celle-ci juge cette action. Cette Commission devra également statuer sur le fait qu'une seule institution, dans ce cas la Réserve Fédérale, puisse prendre individuellement des décisions aussi importantes que prêter l'argent du contribuable à une banque d'investissement en péril.

1.8 Fannie Mae et Freddy Mac

1.8.1 Un statut particulier

Fannie Mae et Freddy Mac sont des GSE³⁶ créées par le Congrès pour permettre l'accès à la propriété au plus grand nombre. Par la suite, elles se sont privatisées mais ont gardé un statut spécifique payant peu d'impôts et ayant accès à une ouverture de crédit au Trésor américain. Ce statut particulier offre une garantie implicite et leur a permis, durant la crise, de ne pas connaître un manque de confiance.

Elles regroupent à elles deux, en juillet 2008, la moitié des prêts hypothécaires américains existants.

1.8.2 Le sauvetage

IndyMac était une importante caisse d'épargne, la septième du pays. Cependant ses avoirs étaient fortement dosés en Alt-A³⁷. Elle fait faillite le 11 juillet 2008³⁸. Au même moment, l'analyse des comptes de Fannie Mae et de Freddy Mac révélait que ces deux

³⁶ *Government-sponsored enterprises*, des sociétés « parrainées » par l'Etat.

³⁷ Les Alt-A étaient les prêts hypothécaires de qualité immédiatement supérieurs aux subprimes.

³⁸ En réalité, elle fut fermée par la FDIC (Official Website of the FDIC, Information for IndyMac Bank, <https://www.fdic.gov/bank/individual/failed/indymac.html>. Consulté le 12 mai 2017).

institutions étaient sous-capitalisées. Suite à cette analyse, la valeur des deux GSE avait diminué de moitié en l'espace d'une semaine³⁹.

Le Secrétaire au Trésor Paulson, sous l'accord du Président, demande alors, le sauvetage de Fannie Mae et Freddy Mac. Mais il craignait que la simple annonce d'une potentielle loi, visant à leur venir en aide ne déclenche une revente massive des titres de ces deux sociétés. Paulson réclama au Congrès de donner l'autorisation à l'Administration d'acquérir sans réserve, des titres de ces GSE en argumentant qu'une telle décision rassurerait les marchés. Cette loi, approuvée par la Chambre puis par le Sénat, sera signée le 30 juillet 2008 par le Président Bush.

La nouvelle loi ne se limitait pas juste à cela. Il y avait des contreparties telles que notamment l'augmentation de l'exigence en capital pour les deux sociétés concernées et la mise en place d'un nouveau régulateur.

Cependant, dans le courant du mois d'août, Fannie Mae et Freddy Mac se sont portés de plus en plus mal. Suite à l'analyse de leurs comptes catastrophiques, les décideurs ne pouvaient envisager que deux solutions, la faillite ou la mise sous tutelle. Lors du long week-end du 1^{er} septembre⁴⁰, le Trésor, la Fed et l'Agence fédérale du financement immobilier ont analysé les solutions envisageables.

Le 4 septembre 2008, ces trois organismes se sont réunis avec les principaux dirigeants des deux sociétés, pour leur annoncer la prise de contrôle par l'État ainsi que l'intervention financière du Trésor pour assumer leurs engagements. Ceci, dans le but qu'elles survivent au vu de l'importance systémique qu'elles avaient sur le marché immobilier. La garantie implicite de l'État envers les GSE a été transformée en garantie explicite⁴¹ par cette action, et cela a rassuré les marchés.

³⁹ PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 161-162.

⁴⁰ Le premier lundi de septembre est un jour férié aux Etats-Unis, il s'agit du *Labor Day*.

⁴¹ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 261.

1.9 La faillite de Lehman Brothers

Lehman Brothers a inquiété la Fed de New York et le Trésor bien avant Bear Sterns. Ces deux organismes avaient tenté de convaincre le CEO de Lehman Brothers, Richard Fuld Jr., de trouver de nouveaux capitaux ou un associé assez puissant pour prendre en charge une importante partie de l'entreprise.

1.9.1 Le programme PDCF

Fin février 2008, les CEOs de certaines banques d'investissement ont demandé à la Fed d'élargir l'accès à la fenêtre d'escompte dans le cadre du TAF⁴².

Pour répondre à cette demande, à la suite de l'accord pour le prêt à Bear Sterns, le FOMC lança le programme PDCF, *Primary Dealer Credit Facility*. Celui-ci permettait, notamment aux banques d'investissement, d'emprunter auprès de la Fed.

Durant les mois de mars et avril, Lehman Brothers emprunta à sept reprises auprès de la Fed via ce programme. Mais plus par la suite, probablement à cause de l'effet stigmatisant ne lui rendant pas service dans sa posture.

1.9.2 La chute de Lehman

Le 9 juin 2008, Lehman annonça des pertes de près de 3 milliards de dollars ainsi que la liquidation d'actions pour renflouer son capital d'un montant de 6 milliards. Cependant, cette récente perte allait faire effondrer la confiance en Lehman Brothers.

Fin août, le Président de Lehman Brothers émit l'idée de diviser la banque en une performante et une toxique. Cela permettra à la première d'être à nouveau capable de lever des capitaux, et à la deuxième, d'attendre les spéculateurs. Cependant, contrairement aux espérances du CEO, le Secrétaire au Trésor américain précisa que l'État n'engagerait rien dans la banque aux actifs contaminés.

Entre-temps, faute de source de capitaux, la deuxième solution s'offrait à Lehman Brothers. Plusieurs banques et autres organismes internationaux⁴³ étaient intéressés par

⁴² Voir ci-avant, « Le *Term Auction Facility* ».

une participation importante dans Lehman Brothers. Mais, in fine, rien n'a abouti. Le Trésor s'est donc attribué la tâche de trouver un autre repreneur et s'est tourné vers Bank of America qui avait déjà récupéré Countrywide Financial en janvier de la même année.

Le 12 septembre, Lehman Brothers ayant épuisé toutes ses possibilités dut annoncer une semaine plus tard une nouvelle perte de l'ordre de 4 milliards de dollars. La Fed de New York organisa alors une réunion dans ses locaux. Elle y invita les patrons des principales banques d'investissement et commerciales du pays, ainsi que ceux des grosses banques étrangères, afin de trouver une solution au cas Lehman. L'objectif était d'évaluer le plus exactement possible les actifs composant les avoirs de la banque Lehman Brothers. La FRBNY souhaitait également convaincre les dirigeants de ces différentes banques de soutenir financièrement, via leurs institutions, le rachat de Lehman par la Bank of America ou par Barclays⁴⁴. Si le rachat n'aboutissait pas, il faudrait trouver un accord de coopération du secteur privé bancaire afin de sauver Lehman Brothers. Cependant, l'inquiétude des CEO, pour leur propre entreprise, était trop grande pour qu'ils prennent des risques supplémentaires.

Au même moment, l'opinion publique faisait savoir, à travers les médias, leur mécontentement quant aux interventions, de la Fed, et du Trésor, à renflouer Wall Street⁴⁵, après Bear Sterns, Fannie Mae et Freddy Mac. Ces déclarations avaient d'autant plus d'impact que les élections approchaient. Une aide supplémentaire de l'Administration ne serait plus considérée comme une exception nécessairement due à la situation particulière, mais bien comme un changement de politique.

Bank of America et Barclays n'ont plus été intéressées par l'acquisition de Lehman suite à l'analyse des bilans, montrant que les pertes étaient encore plus importantes que prévu. D'autres grandes banques sont arrivées au même constat : l'insolvabilité de Lehman Brothers.

⁴³ La Korea Development Bank (banque coréenne), CITIC Securities (Chine), HSBC (banque britannique), MetLife (assureur américain) et également deux fonds souverains du Moyen-Orient. Voir BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p.267.

⁴⁴ Barclays, banque britannique, venait de faire connaître son intérêt pour Lehman Brothers.

⁴⁵ En opposition à Main street, les gens « normaux », Wall Street représentant les hautes sphères de la finance.

Ben Bernanke, le patron de la Fed a voulu intervenir en dernier ressort, mais Geithner, le gouverneur de la Réserve Fédérale de New York l'en dissuada, se justifiant qu'en l'absence d'acquéreur pouvant rétablir la société, l'argent prêté serait forcément perdu.

Par précaution cependant, la Fed a augmenté la disponibilité de ses fonds, en élargissant les types d'actifs admissibles comme contrepartie pour les prêts.

Le 15 septembre 2008, la quatrième banque d'investissement des États-Unis fait faillite. Dans les mêmes temps, Merrill Lynch est rachetée par Bank of America. Deux des plus grandes banques d'investissement américaines ont disparu en quelques jours.

1.10 Le sauvetage d'AIG

La chute d'American International Group a été longue. Le 11 février 2008, la plus grosse compagnie d'assurance des États-Unis est contrainte, à la suite d'un rapport de la SEC⁴⁶, de dévaluer une partie de ses actifs, liés à des crédits hypothécaires, d'une valeur de 5 milliards de dollars.

AIG était actif dans plus de cent trente pays, et ses activités principales étaient la simple assurance-vie et l'assurance de prêts hypothécaires. Ces activités sont normalement contrôlées par les organismes locaux de régulation aux États-Unis. Il imputait donc aux États de contrôler les filiales d'AIG présentes dans leur juridiction.

Cependant, AIG ne s'était pas limité au seul domaine de l'assurance. Une de ses filiales AIG-FP⁴⁷, pour *Financial Products*, créée en 1987, proposait essentiellement des *credits default swap* ou CDS. Un produit dérivé permettant, en l'échange de prime d'assurance, de se prémunir du défaut de remboursement d'un titre. Ces CDS étaient essentiellement utilisés pour se prémunir du risque de CDO⁴⁸ fortement dosé en dettes immobilières.

⁴⁶ SEC : *U.S. Securities and Exchanges Commission*. Il s'agit d'un organisme gouvernemental chargé de surveiller les opérations en bourse. (Official Website of the SEC : *U.S. Securities and Exchanges Commission*. <https://www.sec.gov/>. Consulté le 12 juin 2017)

⁴⁷ Qui elle n'était soumise à aucune régulation.

⁴⁸ Voir ci-avant.

AIG bénéficiant d'une solide réputation. C'est pourquoi, ses clients⁴⁹ n'ont jamais demandé à ce qu'une réserve suffisante soit constituée en son sein afin de pouvoir honorer ses contrats en cas de nombreuses défaillances des produits assurés. Et paradoxalement, ses clients étaient protégés des pertes sur leurs CDO grâce aux CDS correspondants. L'assurance leur permettait de ne plus devoir constituer un fonds propre au prorata de ces mêmes CDO. AIG n'a pas pour autant augmenté son capital de réserve pour ces contrats. Le monde financier s'est retrouvé avec énormément de CDO comparés au capital correspondant pouvant servir de *buffer*. Nous pouvons tout de même noter que cette situation était connue, plusieurs spécialistes avaient essayé, en vain, d'évaluer les actifs d'AIG-FP⁵⁰.

Le 15 septembre, jour de l'annonce de la faillite de Lehman Brothers, le cours de l'action d'AIG perd plus de la moitié de sa valeur dans le courant de la journée⁵¹. Cependant, la direction d'AIG n'imaginait pas les dégâts infligés à leur société et ne voulait, ni trouver un partenaire pour y investir, ni revendre une partie des actifs. Elle reçut tout de même des offres⁵², mais son conseil d'administration les a refusées, les jugeant sous-évaluées. Par ailleurs ses besoins en liquidités augmentaient tellement rapidement qu'AIG était à quelques journées de la faillite, et elle demanda l'aide de la Fed.

La Fed était quant à elle bien consciente de la situation urgente et de la position systémique du premier assureur mondial, de par sa taille et son interconnexion avec le système financier. Ayant besoin de 85 milliards de dollars pour répondre à ses obligations court terme, la Fed lui accorda le prêt. Il subsistait tout de même un problème, car habituellement, la Fed prête en échange d'une contrepartie composée de titres financiers. Cependant, AIG détenait bel et bien des titres, mais nettement trop peu que pour garantir 85 milliards de dollars. La Fed allait donc passer un nouveau cap pour deux raisons. Premièrement, elle prêterait à une compagnie d'assurance. Deuxièmement, elle

⁴⁹ Essentiellement des banques européennes et autres institutions financières.

⁵⁰ « *Many Wall Streeters have given up on really analyzing this company: It is so complex that they think it inscrutable* », Eileen P. Gunn, reporter associate, *Fortune Magazine*, 1998.
http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/04/27/241464/index.htm

⁵¹ PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 223.

⁵² De la part de J.C. Flowers & Co. et de Kohlberg Kravis Roberts.

accepterait, comme contreparties assurant ce prêt, des entreprises, les filiales d'AIG. Lesquelles ont une valeur bien plus difficile à estimer et sont également nettement moins liquides que des titres financiers.

Les conditions du prêt ont été drastiques avec un taux variable ayant pour plancher 11,5% annuel. Celles-ci étaient justifiées. Le risque encouru était effectivement élevé (difficulté d'évaluer avec précision la valeur de AIG et la somme prêtée était très élevée), De plus, AIG a reçu de l'aide là où, d'autres entreprises n'en ont pas eu le droit. Enfin et surtout, pour éviter le problème de l'aléa moral. Le conseil d'administration, bien que consterné par ces conditions, accepta l'accord de prêt le mercredi 17 septembre 2008 au matin.

À la suite de l'accord du prêt, le Secrétaire au Trésor, Henry Paulson, qui était contre le renflouement d'AIG, fit remplacer le Président de la compagnie d'assurance.

Au final, le gouvernement injectera un total de 182 milliards de dollars dans AIG. Par la suite, cet argent sera récupéré et un bénéfice sera même réalisé⁵³.

1.11 Vers une crise économique

A la suite de Lehman et d'AIG, la Fed et le Trésor commencèrent à réfléchir à une solution plus générale à la crise s'installant. Les deux grandes banques d'investissement restantes, Goldman Sachs et Morgan Stanley, étaient source de rumeurs douteuses pouvant déclencher une ruée bancaire vers l'une ou l'autre de celles-ci. Dans le même temps, il fallait trouver des fonds chaque jour pour ces banques ainsi que pour les banques commerciales⁵⁴. Elles devaient satisfaire au financement de leur position sur leurs titres, et pour répondre aux garanties exigées. Pour cela, chacun des gouverneurs des douze banques centrales régionales a augmenté le volume de prêts bancaires disponible.

⁵³ 5 milliards de dollars de bénéfice pour le Trésor américain et 17,7 milliards de dollars pour la FRBNY (*Federal Reserve Bank of New York*). GEITHNER T. F., « *Stress Test, Reflections on Financial Crisis* », *Penguin Random House Business Books*, 2014, p. 556.

⁵⁴ Washington Mutual et Wachovia étaient également dans une situation peu rassurante (BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », *Paris, Seuil*, 2015, p. 315).

1.11.1 Interdiction de la vente à découvert

Le Président de la SEC, Chris Cox, voyait dans l'interdiction temporaire des ventes à découvert des titres financiers une solution à la crise. Le président de la Fed n'était pas de cet avis, mais l'idée serait tout de même soumise à la SEC lors d'une conférence. L'initiative sembla également plaire au Secrétaire au Trésor, Henry Paulson. Selon l'initiateur de cette idée, cette suspension de la vente à découvert pourrait soulager les entreprises déjà sous pression.

Cette technique boursière fait partie intégrante des marchés. C'est un mécanisme déterminant les cours. En effet, de la même façon qu'un courtier achète un titre parce qu'il pense que son cours va augmenter, un autre peut vendre ce titre avant de le posséder parce que celui-ci pense que le cours va chuter. C'est donc le mécanisme inverse de l'achat d'un titre, et par conséquent, en condition normale, c'est sain pour le marché.

1.11.2 Le problème des fonds monétaires

Les fonds monétaires, même les plus puissants, commençaient à enregistrer de lourds retraits. Cette fuite de capitaux du marché allait mettre en péril des entreprises autres que financières, la crise financière devenait une crise économique. En effet, ces fonds monétaires prêtaient aux entreprises telles que General Electric ou Ford afin de financer leurs affaires quotidiennes.

La situation était déjà délicate. Seules les entreprises extrêmement bien cotées par les différentes agences de notation arrivaient encore à vendre des billets de trésorerie⁵⁵, mais, uniquement à très court terme, avec une échéance d'un jour ou deux.

1.11.3 Le plan Paulson initial

Le Secrétaire au Trésor Henry Paulson proposa un plan un peu particulier. Le Trésor américain dispose d'un fonds de stabilisation des changes, l'*Exchange Stabilization Fund*.

⁵⁵ Les billets de trésoreries sont un moyen émis par les entreprises ayant besoin de capital et acheté par d'autres entreprises ayant des réserves de capital, pas forcément une entreprise bancaire. C'est un titre très liquide car revendable et négociable. L'échéance est en général à très court terme mais peut tout de même aller jusqu'à une année. C'est en fait une obligation court terme émanant d'une entreprise.

Celui-ci sert initialement à maîtriser le cours du dollar sur le marché des devises. Ce fonds, créé pendant la Grande Dépression, contient des dollars et aussi d'autres devises fortes. Il est destiné à garder un contrôle sur le cours du dollar.

Paulson veut utiliser ce fonds pour injecter les liquidités dont le marché monétaire a besoin, la Fed n'ayant plus les ressources suffisantes. Le Secrétaire au Trésor allait devoir obtenir l'aval du Président et du Conseil car ce fonds, même s'il a déjà été utilisé par le passé pour un objectif différent⁵⁶, n'est pas du tout initialement prévu pour cette situation.

L'exchange stabilization Fund allait permettre d'assurer les dépôts dans les fonds monétaires américains et ainsi renforcer la confiance des investisseurs et empêcher la fuite des capitaux vers l'étranger.

De plus, ces fonds monétaires comprennent également beaucoup de devises étrangères et sont une source importante de financement en dollar pour les banques européennes.

Par ailleurs, cette assurance devrait être payée par les fonds monétaires au Trésor, et pourrait donc être rentable pour celui-ci et in fine pour le contribuable.

Parallèlement à cette stratégie, il fallait des fonds supplémentaires, à demander au Congrès. Comment le justifier ? Historiquement, les crises aux Etats-Unis ont souvent été solutionnées par l'injection de capitaux dans des entreprises encore viables, en achetant des titres⁵⁷. Cette méthode consistait, après l'achat des actifs, à garder les bons actifs dans la banque initiale et à créer un nouvel établissement regroupant les actifs risqués, donc une banque poubelle. Cette solution avancée par la Fed, n'a pas convaincu le Secrétaire au Trésor Paulson, Républicain rappelons-le, car cette « nationalisation » des banques ne représentait pas une solution à long terme. En effet, selon lui, un établissement public va plus difficilement être rentable et la privatisation future sera compliquée.

⁵⁶ Dans les années 90, le Trésor américain avait prêté une grosse somme au Mexique afin que celui-ci stabilise sa monnaie locale qui était alors en chute libre.

⁵⁷ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 319.

Le Secrétaire Paulson propose une modification⁵⁸ de ce plan, en allouant ces ouvertures budgétaires pour effectivement racheter des actifs toxiques de toutes les banques et de centraliser ceux-ci dans un seul établissement. L'Etat engagerait des gestionnaires d'actifs pour gérer cet établissement le temps de la revente des titres toxiques vers des établissements privés, en essayant d'engendrer le plus de profits possible.

L'idée est en soi ingénieuse, car le rachat par l'Etat de ces actifs douteux pourrait rétablir la confiance en ceux-ci et donc les revaloriser rapidement, et rembourser tout aussi rapidement la dépense gouvernementale. La Fed partagea cet avis, il ne restait qu'à faire accepter ce plan au Président et par la suite au Congrès. Mais il faut encore déterminer à quel prix le Trésor va racheter ces actifs toxiques. S'il les rachète au prix du marché, le résultat risque d'être insignifiant, car le but est de remettre des liquidités dans des banques solvables. Le marché étant terriblement déprimé, le prix du marché des actifs ne correspond plus du tout à la valeur réelle. Nous pouvons nous demander si cette opération est correcte avec de l'argent du contribuable. En effet, ces actifs toxiques sont achetés avec un risque élevé : à un prix supérieur à leurs valeurs en conditions de marché. Quoiqu'il advienne, la Fed et le Trésor devraient mettre en place une méthode d'évaluation. Ils décideront d'opter pour un prix intermédiaire, assez haut pour qu'il ait l'effet escompté et assez bas pour ne pas nuire aux contribuables. Et il serait pour cela déterminé par un système d'enchères, permettant aux acteurs privés d'intervenir⁵⁹, diminuant de la sorte l'intervention de l'état.

Le 18 septembre après-midi, le Président Bush a soutenu ce projet. En soirée, le Secrétaire au Trésor et le Président de la Réserve fédérale expliqueront ce plan au Congrès. Une semaine plus tard, Paulson annonça son plan, rebaptisé en TARP, pour *Troubled Asset Relief Program*. Ce programme de sauvetage des actifs douteux demande 700 milliards de dollars pour le rachat de ces actifs risqués. Il est présenté à l'aide d'un papier de trois pages dans le but d'être clair, concis et surtout rapide. Cependant, le

⁵⁸ Il ne s'agissait pas de son idée mais d'un dérivé d'une note interne ayant circulée au Département du Trésor en avril 2008.

⁵⁹ Certains pourraient intervenir car l'Etat intervient pour garder ses titres à maturité, les rendant intéressant d'un point de vue rendement, ce qui sera également valable pour le courtier. Ces risques seront nettement moindres car l'Etat injecte ce liquide dans le système solvable mais illiquide. Si l'Etat opte pour cette solution, c'est un conseil de choix pour un investisseur.

Congrès reçu cela comme une insulte⁶⁰. Le manque d'information donnait l'impression de la demande d'un tout pouvoir sans aucune supervision.

Certains membres souhaitaient également que les institutions qui bénéficieraient de ce plan, eussent l'obligation légale de plafonner les salaires des dirigeants. D'autres pensaient que 700 milliards d'un coup étaient de trop, sans un contrôle prédéfini, avant le lancement du plan. Ils optaient plutôt pour une allocation par tranche de ce montant. Certains parlementaires étaient sceptiques quant à l'impact vers la réelle économie. Ils n'attribuaient pas au crédit autant d'importance dans l'économie du pays et ne réalisaient pas les dégâts irréversibles que sa diminution pourrait engendrer.

Nous ne rentrerons pas ici dans les détails législatifs et politiques afférents au plan TARP. Nous précisons que certains détails de ce plan étaient influencés par l'élection présidentielle qui devait avoir lieu quelques semaines plus tard.

Finalement, le projet de trois pages se transforma en un dossier d'une centaine de pages, reprenant beaucoup d'éléments⁶¹ en plus des 700 milliards de dollars. Pourtant, le mercredi 29 septembre, le « non » l'emporta avec 228 voix contre 205. Les différentes bourses américaines ont perdu de nombreux points, ce qui toucha les électeurs qui venaient de voir fondre leurs économies. Le lendemain, le Sénat adopta la loi. La Chambre suivit le vendredi 3 octobre, et l'après-midi même le Président la promulgua directement. Cette loi portera le nom de *Emergency Economic Stabilization Act*.

Par la suite ce plan serait adapté. Le fonds sera utilisé pour injecter des capitaux dans les banques et l'Etat prendrait la participation partielle afférente. La Fed estimait cette méthode plus efficace et plus équitable pour les contribuables⁶². Ce renforcement pouvait à nouveau attirer des investisseurs privés. Effectivement, l'injection de capitaux dans ces institutions les rendait plus sûres.

⁶⁰ PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 266-267.

⁶¹ Nous n'entrerons pas dans les détails ici, mais ces autres éléments en soi secondaires auront été nécessaires à Paulson pour faire voter le TARP. Voir PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 317-321.

⁶² BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 356.

1.12 La solution globale

En octobre 2008, la contamination de la crise financière au sein de l'économie devenait réellement préoccupante. Les autorités américaines se devaient d'agir rapidement et efficacement.

Plusieurs programmes et actions ont été lancés simultanément par différents acteurs publics.

Le TARP, du haut de ses 700 milliards de dollars, était autorisé à injecter des capitaux à même les banques et de prendre la participation partielle correspondante. Car, selon la Fed, 700 milliards, pour le rachat d'actifs douteux ne suffiraient pas à enliser la crise. Cette injection de capitaux, avec prise de participation, permettait d'augmenter le *buffer* de ces institutions et de réinstaurer la confiance. L'augmentation du *buffer* allait améliorer la résilience de ces banques. La confiance une fois réinstaurée, allait attirer de nouveaux capitaux, mais privés cette fois.

Deux programmes supplémentaires ont été également créés, le *Commercial Paper Funding Facility*⁶³ ou CPFF et le *Temporary Liquidity Guarantee Program*⁶⁴ ou TLGP, afin de dégeler le marché du crédit.

Le CPFF permettait à la Fed de garantir des billets de trésoreries émanant des entreprises. A cause de la crise de confiance, ces entreprises n'arrivaient plus à soulever de capitaux d'une échéance supérieure à un ou deux jours.

Le TLGP, un autre de programme de garantie, était offert par le FDIC, le *Federal Deposit Insurance Corporation*, pour les banques prêteuses. Grâce à ce dispositif, les banques pouvaient à nouveau prêter car elles étaient assurées en cas de défaut de la contrepartie.

Le Programme H4H, pour *Hope for Homeowners*, est une sorte d'extension du programme *Hope Now* avec l'intervention de l'Etat. L'Administration fédérale du logement fut autorisée à refinancer jusqu'à 300 milliards de dollars de prêt hypothécaire

⁶³ GEITHNER T. F., « *Stress Test, Reflections on Financial Crisis* », *Penguin Random House Business Books*, 2014, p. 228-229.

⁶⁴ BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Seuil, 2015, p. 359.

risqué. Cependant, les conditions n'étaient pas assez attrayantes et ce programme n'a pas fonctionné.

Le *Capital Purchase Program*⁶⁵ ou CPP, est le plan de recapitalisation des banques par le Trésor américain doté de 250 milliards de dollars. Une nouvelle idée est associée à ce plan. Celle-ci permettra de diminuer l'effet stigmatisant de l'emprunt d'argent public par des institutions financières privées. L'objectif était de convaincre les plus importantes banques privées du pays de contracter le prêt auprès du Trésor, et les plus petites suivraient. Le Trésor allouerait 125 milliards aux neuf des plus grosses institutions financières, et l'autre moitié sera réservée pour les banques restantes. En janvier 2009, le montant prêté via le CPP atteindra 350 milliards de dollars.

En plus de ces différents programmes, le FOMC augmenta ses lignes de swap de devises et le montant des prêts à la fenêtre d'escompte pour atteindre 900 milliards de dollars.

Ces multiples décisions, ultimes car en fin de mandat de l'Administration Bush, allaient permettre de finalement diminuer l'instabilité du système de manière significative. En effet, nous pouvons remarquer dans la figure 3, l'évolution du *spreadTED*⁶⁶, représentant le taux interbancaire corrigé et donc illustre la confiance dans le système financier. Après le pic lié à la faillite de Lehman Brother, et suite aux différentes mesures de la solution globale, ce taux est rapidement redescendu. Signe d'un regain de confiance dans le système financier.

⁶⁵ PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 364.

⁶⁶ Le *spreadTED* est calculé par la différence entre le taux du marché interbancaire à 3 mois et le taux d'intérêt des bons du Trésor à 3 mois également.

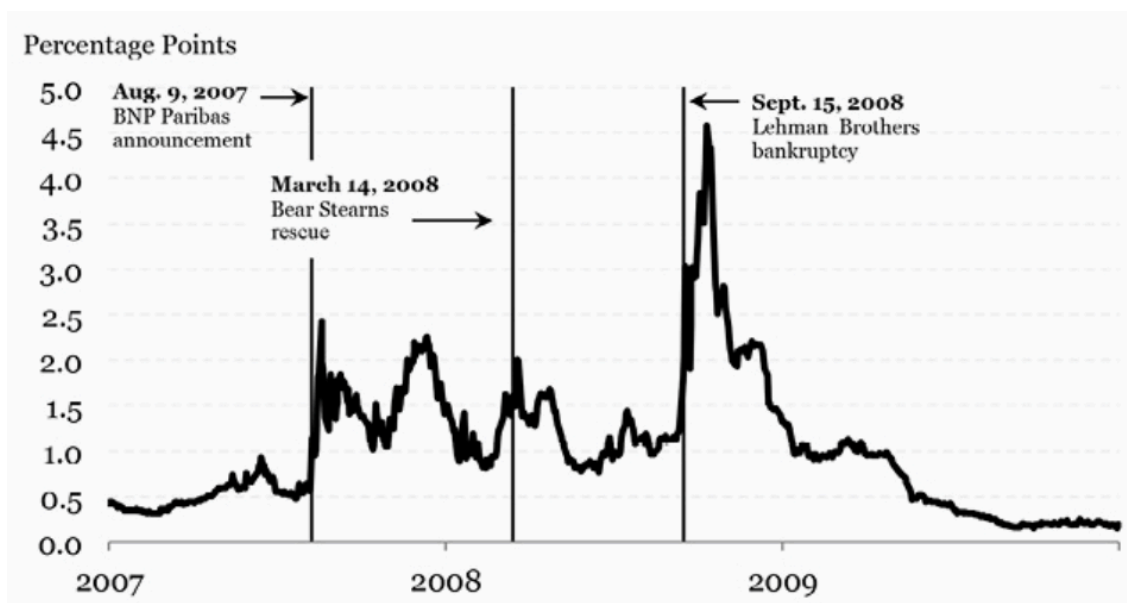


Figure 3: L'évolution du *spread*_{TED} du 1er janvier 2007 au 31 décembre 2009.

Source : Banque de la Réserve fédérale de Saint-Louis, in Ben S. Bernanke, « *Mémoire de crise* », Paris, Seuil, p. 423.

1.13 Conclusion

La description de ces décisions nous a permis d'évaluer la complexité des prises de décisions étatiques lorsqu'une situation de crise se présente. Cette partie nous a donné un aperçu du niveau élevé que représente l'organisation de l'Etat, de ses différentes autorités et de leurs pouvoirs attribués. Cela nous a également permis de conscientiser le haut niveau d'internationalisation et les conséquences que cela représente dans le domaine des finances. Les décisions prises sont influencées par l'opinion publique. Elles restent des interventions humaines et pas de simples applications de théories.

Fort de cet apprentissage, dans le dernier chapitre nous pourrions analyser ces décisions en regard des idées keynésiennes et hayekiennes. Celles-ci seront présentées au sein du chapitre suivant.

Chapitre 2: KEYNES & HAYEK

Ce second chapitre sera consacré à la présentation de ces deux grands penseurs, John Maynard Keynes et Friedrich August von Hayek.

Les théories interventionnistes de Keynes ont influencé la plupart des décisions prises pour redresser les situations critiques depuis la Grande Dépression. Quant aux idées de Hayek, elles ont apporté un regard critique face aux différentes décisions interventionnistes. Elles ont aussi connu un regain d'intérêt dans les années 70 suite au prix Nobel de ce dernier.

Nous commencerons par une brève biographie de ces auteurs en guise de mise en contexte et ensuite nous explorerons les différents concepts importants de chacun.

Nous avons retenu les concepts généraux, qui selon nous, illustrent au mieux la vision opposée de ces deux auteurs justifiant la controverse. Nous proposerons également une comparaison entre ces deux courants de pensée.

Nous avons décidé de commencer par John Maynard Keynes, car celui-ci était le plus âgé et a eu beaucoup d'influence sur la pensée de Friedrich August von Hayek.

2.1 La pensée de Keynes

2.1.1 Biographie sommaire

2.1.1.1 *Enfance et éducation*

John Maynard Keynes est né à Cambridge en 1883 dans une famille bourgeoise. Son père, John Neville Keynes, est économiste-logisticien à l'Université de Cambridge.

C'est au King's College de Cambridge qu'il rencontrera son mentor, Alfred Marshall, et qu'il y développa sa passion pour les sciences économiques.

En sortant de Cambridge, il s'oriente vers une carrière dans la fonction publique. Il entre à l'*India Office* en 1907 après avoir passé un concours. Deux années plus tard, il retourne à Cambridge ; il y sera Professeur en sciences économiques et deviendra par la suite membre du King's College. En 1914, lorsque la guerre éclate, Keynes est chargé des finances britanniques de l'Empire à la Trésorerie.

2.1.1.2 *Le Traité de Versailles*

En 1919, il est envoyé à Paris pour participer à la Conférence de la paix, celle-ci préparant le Traité de Versailles. Il ne put malheureusement prendre la parole et démissionna trois jours avant la fin de la conférence. Il ne comprenait pas la punition infligée à l'Allemagne, mettant de la sorte en danger la paix durable. Il dénonce cela à travers son premier ouvrage à large diffusion, intitulé « *Les conséquences économiques de la paix* »⁶⁷. Lorsque les effets néfastes du Traité de Versailles sont apparus, la réputation de Keynes était bien établie.

2.1.1.3 *L'étalon-or*

La livre était à l'époque basée sur l'or. La Banque d'Angleterre était obligée d'échanger la première devise mondiale contre son équivalent en or à chaque pays qui le lui demandait. Ce système étant contraignant, particulièrement pendant la guerre, il fut suspendu de 1913 à 1925. Une fois l'étalon-or rétabli, la Banque d'Angleterre était dans l'obligation de rembourser en or les pays détenteurs de livres qui le souhaitaient. Les réserves d'or de la

⁶⁷ KEYNES J. M., « *The Economic Consequences of the Peace* », Kindle Edition, 1919.

Banque d'Angleterre diminuèrent rapidement entraînant une baisse de production générale ; celle-ci entraîna une diminution des salaires et une forte augmentation du chômage. Bien entendu, cela révolta Keynes. Il en profita cependant pour écrire « *Les conséquences économiques de Churchill* »⁶⁸ ; Winston Churchill était alors chancelier de l'Echiquier.

2.1.1.4 La Grande Dépression

A la suite de la Première Guerre mondiale, l'Angleterre était en crise et l'Allemagne éprouvait de sérieuses difficultés liées au Traité de Versailles. Les Etats-Unis quant à eux se trouvaient dans une « phase active de capitalisme » (Galbraith, 2011)⁶⁹, durant laquelle la production s'envola.

Afin d'aider l'Europe, la Réserve Fédérale américaine diminua fortement ses taux. Cette diminution favorisa les crédits et la bourse de New York connut un boom exceptionnel. Les riches Américains placèrent leur épargne dans les banques allemandes et autrichiennes qui présentaient le taux d'intérêt le plus intéressant. En octobre 1929, certains investisseurs américains récupérèrent leurs placements d'Autriche et engendrèrent la faillite d'une banque de crédit. Le 24 octobre commença la panique commença, certains placements en Europe ayant fait défaut, la confiance en Wall Street s'effondra et les investisseurs vendaient leurs actions à Wall Street.

S'en suivit la Grande Dépression, avec de nombreuses faillites et une augmentation conséquente du chômage. Ces drames engendrèrent des conséquences politiques désastreuses, en 1933, Hitler prend le pouvoir en Allemagne et en 1936, le Front Populaire est élu en France.

Pour Keynes, ce sont les banquiers les premiers responsables de cette crise pour avoir créé cette bulle dans l'investissement en Europe où les taux étaient élevés, car risqués vu la situation de reconstruction. Le seul point positif pour lui est l'abandon définitif de l'étalon-or en 1930 laissant enfin la livre libre. En 1934, il devient consultant pour le Président américain F. Roosevelt ce qui mena au *New Deal*.

⁶⁸ KEYNES J. M., « *The Economic Consequences of Mr. Churchill* », *The Hogarth Press*, 1925.

⁶⁹ GALBRAITH J. K., « *La crise de 1929* », Paris, *Petite Bibliothèque Payot*, 2011.

En 1936, l'ouvrage « *The General Theory of Employment, Interest and Money* »⁷⁰ paraît. Par la suite, il devient gouverneur de la Banque d'Angleterre. A partir de 1941, il fait de nombreux voyages outre-Atlantique en tant que conseiller de la Couronne Britannique. En 1944, il est un des principaux créateurs du Traité de Bretton Woods après avoir longuement réfléchi à un système monétaire permettant la croissance et la paix. Ses recommandations furent cette fois entendues et les vaincus ne se sont pas vu infliger des réparations colossales. En 1946, Keynes s'éteint des suites d'une crise cardiaque.

2.1.1.5 Autres activités

En 1903, Keynes rejoint la Société des apôtres de Cambridge, qui donnera plus tard le groupe de Bloomsbury, une société qui se veut être secrète. Cette entité regroupe plusieurs intellectuels, dont beaucoup d'artistes, sans préjugé, rejetant la morale en vigueur. Ce groupe avait énormément d'influence sur ses contemporains de par ses critiques. Il y restera jusqu'en 1910.

En 1912, il devient rédacteur en chef de l'*Economic Journal*. Il occupera cette place jusqu'en 1944⁷¹.

Pendant toute sa vie, il mena de nombreuses activités annexes. Ces activités lui permirent en partie de redresser les finances de l'Université de Cambridge et de se constituer une fortune personnelle impressionnante.

Il est considéré comme le père fondateur de la macroéconomie moderne (Stiglitz, 2011)⁷².

2.1.2 Ses apports à la théorie économique

Nous devons à Keynes le courant économique ayant fait beaucoup d'adeptes de l'interventionnisme, également appelé le keynésianisme. Ce courant a évolué vers d'autres courants modernes, le néokeynésianisme et le post-keynésianisme⁷³.

⁷⁰ KEYNES J. M., « *The General Theory of Employment, Interest and Money* », Londres, Macmillan, 1936, réimprimé en 1997.

⁷¹ Website of the Royal Economic Society, « History of the Economic Journal », <http://www.res.org.uk/view/HistoryEconomicJournal.html> . Consulté le 05 mars 2017.

⁷² STIGLITZ J. E., « *Principes d'économie moderne* », 3^e Ed., de Boeck, 2011, p. 450.

Malgré tout, il est intéressant de noter que beaucoup d'économistes se revendiquent keynésien sans pour autant connaître l'œuvre entière du fondateur de ce courant (Jorion, 2015)⁷⁴. En effet, les différents rôles qu'il attribue aux acteurs économiques proposent une vision empirique apportant une aide à la décision non négligeable. Le manque d'investissement est la cause principale de la crise de 1929 (Beaud & Dostaler, 1996)⁷⁵. Selon Keynes, l'économie ne possède pas de mécanismes spontanés pour remédier à l'effondrement de l'investissement et la situation de crise condamne psychologiquement les agents économiques à ne pas réinvestir. Par conséquent, la crise peut durer éternellement. L'Etat doit donc intervenir pour relancer l'économie avec une politique monétaire et budgétaire expansionniste.

2.1.2.1 Sa vision des cycles économiques

Keynes reconnaît bien l'existence de cycles économiques, les courts de Juglar et les longs cycles de Kondratiev. La vision classique préconise d'attendre patiemment la fin du cycle, car les différents acteurs du marché vont agir de sorte que l'équilibre va de nouveau être atteint. Keynes insiste sur le mal-fondé de cette vision. Il pense qu'il ne faut justement pas attendre la crise, mais intervenir le plus tôt possible, avant que celle-ci ne survienne.

Pour Keynes, les crises industrielles sont devenues interconnectées et sont, par conséquent, l'affaire simultanée de plusieurs pays et états. Il est contre le laissez-faire, la main invisible, lorsque la phase de croissance stagne à la fin de l'expansion. Il ne faut pas attendre la crise, mais agir tout de suite.

C'est à partir de cette vision des cycles économiques qu'il développera ses autres concepts, tels que, le rôle des gouvernements comme agents économiques et la non-neutralité de la monnaie.

2.1.2.2 Les agrégats macro-économiques

Keynes est bien conscient que les décisions individuelles sont toutes différentes, mais il pense qu'elles représentent les tendances générales une fois prises ensemble. De là, il en

⁷³ Pour plus d'informations, voir MIGNON V., « *La macroéconomie après Keynes* », Paris, Editions La Découverte, Collection Repères, 2010.

⁷⁴ JORION P., « *Penser tout haut l'économie avec Keynes* », Paris, Odile Jacob, 2015, p. 8.

⁷⁵ BEAUD M. & DOSTALER G., « *La pensée économique depuis Keynes* », Paris, Editions du Seuil, 1996, p. 66.

déduit différents agrégats macro-économiques tels que la consommation, l'épargne, l'investissement, le revenu et cetera.

2.1.2.3 Sa vision du rôle du gouvernement

Keynes rejette d'emblée le principe de la main invisible d'Adam Smith et également la mathématisation walrasienne de celle-ci⁷⁶. Selon lui, les forces de marché ne sont pas adaptées pour déterminer l'allocation des ressources entre épargne et investissement. Pour cela, le gouvernement doit avoir un plus grand contrôle sur l'économie. Il ne veut pas pour autant abolir les marchés, contrairement au communisme en plein essor à cette époque.

Pour remplir son rôle, l'Etat dispose de deux outils, la politique monétaire et la politique fiscale. La politique monétaire doit permettre d'atteindre et de maintenir un taux d'intérêt bas⁷⁷. La politique fiscale quant à elle doit permettre d'augmenter la demande agrégée ; pour réaliser cela, elle peut augmenter les dépenses gouvernementales, diminuer la charge fiscale des ménages à faible revenu ou encore alléger les conditions de prêt bancaire stimulant de la sorte l'investissement privé (Keynes, 1936)⁷⁸.

2.1.2.4 Sa vision du chômage

Contrairement aux classiques qui pensent que le chômage est volontaire, c'est-à-dire que l'individu sans emploi l'est parce qu'il n'accepte pas le salaire qu'on lui propose. Keynes pense que le chômage est forcément involontaire. Il démontre que celui-ci est dépendant de la demande effective de travail, le volume d'emploi nécessaire à la production requise.

2.1.2.5 Sa vision des salaires

Selon Keynes, il ne faut jamais diminuer les salaires, moins encore en période de crise. Cette conception s'oppose à nouveau à la vision classique. En effet, ceux-ci sont enclins à diminuer les salaires en période de récession.

⁷⁶ BEAUD M. & DOSTALER G., « *La pensée économique depuis Keynes* », Paris, Editions du Seuil, 1996, p. 40-41.

⁷⁷ Voir ci-après, « sa vision du taux d'intérêt ».

⁷⁸ KEYNES J. M., « *The General Theory of Employment, Interest and Money* », Londres, Macmillan, 1936, réimprimé en 1997, p. 378.

Si le salaire réel diminue, la consommation globale va diminuer, la demande de biens diminue, diminuant ainsi son prix. L'offre de biens va s'adapter et la production va diminuer, diminuant ainsi les salaires voire le niveau d'emploi. Par ailleurs, il ne présente pas le salaire comme le coût du travail, mais bien comme un rapport social particulier, vision que l'on retrouve chez Marx.

2.1.2.6 Sa vision de la monnaie

Keynes est contre la vision classique proclamant la neutralité de la monnaie. Dans son essai intitulé « *A Treatise on Money* »⁷⁹, Keynes nous explique que la monnaie « bien qu'elle n'ait d'intérêt que pour ce qu'elle permet d'acquérir », existe également en tant que bien. Un bien particulier au sens où elle ne peut varier que selon deux paramètres ; sa qualité, c'est-à-dire sa valeur et la quantité de masse monétaire.

De plus, l'injection de monnaie dans le système économique va, selon Keynes, influencer positivement le niveau de production global du système.

2.1.2.7 Sa vision du taux d'intérêt

Le taux d'intérêt est le reflet de l'incertitude des agents économiques. C'est le coût de la liquidité. C'est à travers celui-ci que la monnaie perd la neutralité que le courant classique lui accordait. C'est le prix équilibrant le désir de détenir de la richesse sous forme d'argent liquide et la quantité disponible de cet argent (Keynes, 1936)⁸⁰.

Un taux d'intérêt trop élevé n'est pas bon, car, dans ces conditions, l'investissement est freiné ; il ne peut donc pas atteindre son niveau optimal lui permettant d'absorber la quantité d'épargne disponible.

Un taux d'intérêt général bas éliminera la tendance à la spéculation, étant donné que les tous les taux s'en retrouvent réduits. Les risques pris par les spéculateurs deviennent trop élevés par rapport au rendement possible espéré.

⁷⁹ KEYNES J. M., « *A Treatise on Money* », Londres, Macmillan, 1930, p. 15.

⁸⁰ KEYNES J. M., « *The General Theory of Employment, Interest and Money* », Londres, Macmillan, 1936, réimprimé en 1997, p. 167.

Keynes veut une politique publique du taux d'intérêt bas, c'est-à-dire de l'argent bon marché pour freiner les propriétaires-rentiers et permettre aux métayers-entrepreneurs une vie décente (Jorion, 2015)⁸¹. Cependant, ce taux ne peut être trop bas, car, dans ce cas, la préférence pour la liquidité⁸² augmente et l'effet escompté par cette politique monétaire expansionniste ne sera pas atteint (Keynes, 1936)⁸³.

Le taux d'intérêt détermine le coût d'acquisition du capital ; l'efficacité marginale du capital⁸⁴ représente la rémunération de celui-ci. Si celui-ci est inférieur à l'efficacité marginale du , il engendrera une augmentation de l'investissement, et par conséquent, une relance de l'économie.

2.1.2.8 Sa vision de l'épargne

L'épargne ne peut mener qu'à un fonctionnement sous-optimal de l'économie (Dostaler & Vignolles, 2009)⁸⁵. C'est une pratique issue d'une morale rigoriste. Il ne faut pas épargner pour demain au détriment de consommer aujourd'hui. Comme Keynes aimait le dire, à long terme nous serons tous morts. Il faut donc dépenser à travers la consommation et l'investissement à l'instant présent afin que l'économie puisse tourner à plein régime.

2.1.2.9 La préférence pour la liquidité

Il s'agit, pour un prêteur potentiel, du niveau de rendement auquel il préférerait prêter une certaine somme plutôt que de la garder pour lui sous forme liquide. Ce concept keynésien fixe le minimum que peut atteindre le taux d'intérêt : le taux plancher. Cette préférence est issue d'un raisonnement du prêteur en fonction de la vision qu'il se fait de l'avenir, et surtout du taux d'intérêt futur. Il s'agit essentiellement donc de facteurs psychologiques.

⁸¹ JORION P., « *Penser tout haut l'économie avec Keynes* », Paris, Odile Jacob, 2015, p. 145.

⁸² Voir ci-après, la préférence pour la liquidité.

⁸³ KEYNES J. M., « *The General Theory of Employment, Interest and Money* », Londres, Macmillan, 1936, réimprimé en 1997, p. 173.

⁸⁴ Voir ci-après, l'efficacité marginale du capital.

⁸⁵ DOSTALER G. & VIGNOLLES B., « *Keynes et ses combats* », *Idées économiques et sociales* 2009/3 (N° 157), p. 64-76.

Traduction littéraire de *liquidity trap*, la trappe à liquidité apparaît lorsque les différents taux sur le marché tombent en deçà d'un certain seuil. Seuil sous lequel les investisseurs préfèrent garder leurs liquidités plutôt que de les prêter. Cette trappe à liquidité permet d'établir un niveau plancher pour le taux d'intérêt. Il s'agit du taux qu'il faut atteindre selon Keynes. En-dessous de ce niveau, les ménages et les entreprises changent de comportement en passant de la maximisation du profit à la minimisation des dettes. Une fois ce comportement généralisé, les différents acteurs du marché éliminent leurs dettes de manière brutale faisant fortement chuter la demande agrégée et menant à la trappe à liquidité (Koo, 2011)⁸⁶.

2.1.2.10 L'efficacité marginale du capital

Il s'agit d'un des concepts majeurs, issu de l'œuvre la plus importante de Keynes, la Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936, *The General Theory of Employment Interest and Money*).

L'efficacité marginale du capital est ce que nous nommons aujourd'hui le Taux de Rentabilité Interne, ou TRI (*Internal Rate of Return, IRR*). C'est Alfred Marshal qui développa ce concept, qu'il nommait quant à lui l'équivalent-rente, *quasi-rente*. Keynes reprit ce concept et le renomma à son tour simplement par le rendement, *yield*.

2.1.2.11 Le multiplicateur de Keynes

Le multiplicateur de Keynes nous relate qu'un investissement bien sélectionné va être bénéfique, car il va occasionner des investissements supplémentaires.

Un nouvel investissement va engendrer une augmentation de revenu, celle-ci va augmenter la consommation, mais aussi l'épargne (chacune au prorata de la propension marginale à consommer/épargner).

La propension marginale à consommer (à épargner) est le pourcentage de l'augmentation de revenu qui sera alloué à la consommation (l'épargne).

⁸⁶ KOO R., « *The World in Balance Sheet Recession : causes, cure, and politics* », *Real-World Economics Review*, n° 58, pp. 19-37.

2.1.2.12 Sa vision des banques

Le système bancaire entier représente de nombreux rôles selon Keynes. Les banques non centrales ne sont pas seulement créatrices de monnaie scripturale, mais elles assurent la collecte de l'épargne et la redistribution de celle-ci sous forme d'investissements divers. Elles ont donc un rôle de régulation quant à l'allocation des ressources vers les différents investisseurs.

Le contrôle du volume de crédit accordé aux investisseurs est réalisé à travers deux outils : l'exigence en capital et le taux directeur. Premièrement, l'existence de capital de réserve dont le ratio est défini par la loi permet de limiter le multiplicateur de crédit. La banque centrale peut décider de limiter le volume de monnaie liquide en circulation. Deuxièmement, la banque centrale fixe un taux d'intérêt directeur qui définira le taux interbancaire et aura un impact sur la rémunération des épargnes et le coût des crédits. La banque centrale contrôle donc le crédit à l'aide de ces deux outils, et indirectement, la masse monétaire en circulation.

Très utile, car cela rend la monnaie scripturale moins aisée d'accès, vu qu'à la base il ne s'agit que d'un jeu d'écriture. Par conséquent, cela permet à la banque centrale de contrôler la masse monétaire totale, composée de la monnaie scripturale et de la monnaie liquide, et l'adapter à sa politique monétaire (Rischman, 2013)⁸⁷.

2.1.2.13 Sa vision du Socialisme

Comme énoncé dans la partie sur le taux d'intérêt, Keynes souhaite l'« euthanasie du rentier ». Pour ce faire, il préconise une transition douce vers le socialisme (Jorion, 2015)⁸⁸. Cette euthanasie du rentier est menée via une baisse progressive du taux d'intérêt.

Il existe pour lui deux problèmes essentiels au capitalisme, l'inégalité dans la répartition des revenus et un chômage trop élevé. Ces deux éléments entraînent la cassure de la cohésion sociale de la société.

⁸⁷ RISCHMANN L., « *Fluctuations et cycles économiques dans les écrits de Keynes : essai sur le rôle des déterminants de l'investissement* », Université de Strasbourg, 2013, p. 72.

⁸⁸ JORION P., « *Penser tout haut l'économie avec Keynes* », Paris, Odile Jacob, 2015, p. 167.

Il est défenseur d'un collectivisme social⁸⁹, dans lequel il faut une répartition des revenus plus équitable et atteindre une situation de plein emploi. Malgré cela, Keynes est qualifié par certains de semi-socialiste (Beaud & Dostaler, 1996)⁹⁰, car il est tout de même pour le maintien d'un système d'entreprises privées engendrant des différences de revenus.

Dans la vision de Keynes, l'existence de l'Etat a bel et bien un sens dans le fait que ses actions, s'il ne les prenait pas, ne seraient prises par personne d'autre (Keynes, 1931)⁹¹.

2.1.2.14 Application aujourd'hui

« Formuler une politique pour demain qui ne serait rien de plus qu'une mise à jour de son œuvre [celle de Keynes] est désormais une tâche tout simplement impossible, le plein emploi dont il faisait l'objectif clé d'une politique économique étant aujourd'hui hors d'atteinte. » (Jorion, 2015)⁹²

Cependant, la gestion de la crise des subprimes, aux Etats-Unis comme en Europe, montre bel et bien un retour de la pensée keynésienne (voir entre autres : Wapshott⁹³, Spantig⁹⁴ et Ragot⁹⁵).

⁸⁹ FOLEY D. K., « *Lineages of Crisis Economics from 1930s : Keynes, Hayek, and Schumpeter* », *Eastern Economic Journal*, 2010, n° 36, p. 417.

⁹⁰ BEAUD M. & DOSTALER G., « *La pensée économique depuis Keynes* », Paris, Editions du Seuil, 1996, p. 75-76.

⁹¹ KEYNES J. M., « *The End of Laissez Faire* », in « *The Collected Writings of John Maynard Keynes* », vol. IX, 1931, Cambridge, p. 291.

⁹² JORION P., « *Penser tout haut l'économie avec Keynes* », Paris, Odile Jacob, 2015, p. 94.

⁹³ WAPSHOTT N., « *Keynes Hayek : The Clash That Defined Modern Economics* », New York, W. W. Norton & Company Ltd., 2011, p.293.

⁹⁴ SPANTIG K., « *Keynesian Dominance in Crisis Therapy* », *Review of Political Economy*, 2014, Vol. 26, n° 3, pp. 426-448.

⁹⁵ RAGOT X., « *Le retour de l'économie keynésienne* », *Revue d'économie financière*, 2016/1 (n° 121), p. 173-186.

2.2 La pensée de Hayek

« Personne ne peut être un grand économiste qui n'est qu'un économiste ». F.A. von Hayek, « *La route de la servitude* », 1944, *Presse Universitaire de France*, réimprimé en 2013.

2.2.1 Biographie sommaire

2.2.1.1 *Enfance et jeunesse*

Friedrich August von Hayek est né à Vienne en mai 1899 dans une famille d'intellectuels. Fils de médecin, il est initialement attiré par les sciences exactes. Mais la guerre et les impacts financiers en découlant l'ont conduit à se diriger vers les sciences humaines, et plus particulièrement vers les sciences économiques.

En mars 1917, il s'engage en tant qu'officier des communications dans l'armée autrichienne, période qu'il passe sur le front italien.

Après la Grande Guerre, l'hyperinflation frappe l'Allemagne et ses alliés, dont l'Empire austro-hongrois. Les nombreuses conséquences économiques, sociales et politiques qui s'en suivirent sont des éléments importants dans l'histoire personnelle d'Hayek. Elles justifient sa hantise viscérale de l'inflation, ce qui sera un élément important dans ses futures idées et théories.

Après la guerre, il s'oriente vers une carrière académique. Il rejoint le département de droit de l'Université de Vienne, lequel dispensait l'enseignement en économie. C'est là qu'il fit connaissance avec l'école autrichienne d'économie et ses idées.

Comme il aimait le dire, « nul ne pouvait être un bon économiste, s'il n'était qu'économiste ». Il pensait même que de tels individus pouvaient être une menace. C'est de la sorte qu'il justifiait son attrait pour le droit, l'histoire et la psychologie en parallèle à sa passion pour l'économie.

2.2.1.2 *L'École autrichienne d'économie*

La pensée de Friedrich Hayek est issue du courant de pensée libérale de l'école autrichienne d'économie, également appelée école de Vienne. Celle-ci fut fondée en 1871

par Carl Menger avec son ouvrage « Principes d'économie⁹⁶ » et la notion d'utilité marginale. Menger fut également un des fondateurs⁹⁷ du courant néoclassique. L'approche empirique de cette école est appelée le subjectivisme méthodologique.

Hayek obtient son diplôme en à peine deux ans en novembre 1921 sous l'enseignement de Friedrich von Wieser⁹⁸. C'est son professeur qui le présentera à Ludwig von Mises. Egalement professeur à l'Université de Vienne, il était connu pour ses apports à l'école autrichienne d'économie et son influence sur le mouvement libéral. Sous les recommandations de von Wieser, von Mises offrira un travail à Hayek grâce à ses contacts dans le gouvernement autrichien. Il débutera dans la fonction publique en tant qu'assistant juridique dans un bureau d'étude du gouvernement chargé du règlement de la dette de guerre entre l'Autriche et les autres nations.

Pour illustrer l'hyperinflation qui frappait la région à cette époque, il est utile de savoir qu'en janvier 1919 un dollar américain équivalait à 16,1 couronnes austro-hongroises, contre 70 800 couronnes en mai 1923⁹⁹. Cela représente une inflation de plus de quatre cent mille pour cent en l'espace de quatre années¹⁰⁰. Heureusement pour Hayek, les salaires au sein du gouvernement étaient ajustés à l'inflation.

2.2.1.3 Sa vie adulte

Au printemps 1922, von Mises présente Hayek au Professeur Jenks de l'Université de New York, en déplacement à Vienne. Celui-ci lui propose une place de chercheur à l'Université pour son projet de livre sur les économies ravagées par la guerre dans les pays de Centre-Europe. Il se rendra aux États-Unis grâce à une bourse de la Fondation Rockefeller et y débutera son doctorat en mars 1923 à l'Université de New York. Là, il assistera à des

⁹⁶ 1871, *Principles of Economics*.

⁹⁷ Avec Léon Walras et Stanley Jevons.

⁹⁸ Friedrich von Wieser qui développa avec son successeur, Eugen von Böhm-Bawerk, les théories de Carl Menger pour l'école autrichienne.

⁹⁹ WAPSHOTT N., « *Keynes Hayek : The Clash That Defined Modern Economics* », New York, W. W. Norton & Company Ltd., 2011, p.22.

¹⁰⁰ L'inflation du dollar américain fut quasi nulle (-1,2%) entre 1919 et 1923 (Calculateur de l'inflation américaine entre deux dates, <http://www.usinflationcalculator.com>. Consulté le 02 avril 2017).

conférences de Wesley Clair Mitchell¹⁰¹, la référence de l'époque en matière de cycles économiques.

En mai 1924, il retourne en Autriche pour des raisons financières. Il apprendra, une fois de retour et donc trop tardivement, que sa bourse avait été prolongée. Là, il reprendra son ancien poste et von Mises deviendra véritablement son mentor. En 1926, il se marie avec Helen Berta Aria von Fritsch. En 1927, il est promu directeur de l'Institut de recherche sur les cycles des affaires.

C'est en 1928¹⁰², l'année précédant le krach boursier d'octobre 29, qu'il rencontrera pour la première fois John Maynard Keynes. Hayek est invité à un meeting de la *London and Cambridge Economic Service* (fondée par Keynes) et il le rencontra après une conférence. Ce fut un grand moment pour lui, mais pour Keynes, il n'était, à ce moment-là, qu'un adepte du libre marché de plus.

Avec la montée du nazisme, Hayek décide de quitter l'Autriche pour Londres en 1931. Il exercera en tant que professeur à la *London School of Economics* jusqu'en 1949, année de son retour en Autriche. C'est en 1947 qu'il fonde la société du Mont Pèlerin rassemblant les intellectuels libéraux classiques. En 1950, il quitte à nouveau l'Autriche pour se rendre aux États-Unis et devient professeur à l'Université de Chicago. Là, il fréquentera de nombreux penseurs de l'école de Chicago, parmi lesquels, le célèbre Milton Friedman. Il quitte Chicago en 1962 et devient professeur à l'Université de Freiburg, en Allemagne.

En 1974, il reçoit, conjointement avec le suédois Karl Gunnar Myrdal, le Prix de la Banque de Suède en sciences économiques en mémoire d'Alfred Nobel, « pour leurs travaux pionniers dans la théorie de la monnaie et des fluctuations économiques et pour leur analyse pertinente de l'interdépendance des phénomènes économiques, sociaux et institutionnels »¹⁰³.

¹⁰¹ Mitchell qui sera plus tard le mentor de Milton Friedman.

¹⁰² WAPSHOTT N., « *Keynes Hayek : The Clash That Defined Modern Economics* », New York, W. W. Norton & Company Ltd., 2011.

¹⁰³ The Official Web Site of The Nobel Prize, The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel, 1974, http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1974/, consulté le 06 mai 2017.

En 1988, il publie son dernier ouvrage : « *La Présomption fatale : les erreurs du socialisme* »¹⁰⁴. Il décède le 23 mai 1992.

2.2.2 Ses concepts

La théorie d'Hayek est issue de deux courants, celui de l'école autrichienne d'économie¹⁰⁵ et celui de la théorie de Wicksell.

2.2.2.1 La cause de la crise de 1929

Selon Hayek, et contrairement à Keynes, c'est le surinvestissement issu d'une politique monétaire trop peu rigoureuse qui serait à l'origine de la Grande Dépression (Beaud & Dostaler, 1996)¹⁰⁶.

2.2.2.2 Sa méthode scientifique

L'individualisme méthodologique est pour Hayek la seule méthode valable en sciences sociales. Elle s'oppose par définition aux traditions holistes¹⁰⁷. « C'est seulement ce que savent ou croient les gens qui est le motif de leur action consciente¹⁰⁸ », les origines et les limites de la connaissance humaine et leurs caractères subjectifs constituent le thème central sur lequel s'est construite la théorie de Hayek (Lepage, 1983)¹⁰⁹.

2.2.2.3 Sa théorie des cycles

C'est par sa théorie des fluctuations cycliques qu'Hayek s'est fait connaître¹¹⁰. Il a écrit deux principaux ouvrages sur la théorie des cycles : *Monetary Theory and the Trade Cycle* et *Prices and Production*, édité respectivement en 1929 et en 1931.

¹⁰⁴ HAYEK F. A., « *La Présomption fatale : les erreurs du socialisme* », Paris, Presse Universitaire de France, 1988.

¹⁰⁵ Voir ci-avant.

¹⁰⁶ BEAUD M. & DOSTALER G., « *La pensée économique depuis Keynes* », Paris, Editions du Seuil, 1996, p. 66.

¹⁰⁷ Que l'on retrouve chez Keynes et ses agrégats économiques, et dans l'école de Chicago notamment.

¹⁰⁸ HAYEK F., « *Scientisme et Sciences Sociales, essai sur le mauvais usage de la raison* », chapitre 3 : « *Le caractère subjectif des données dans les sciences sociales* », Paris, Plon, 1953.

¹⁰⁹ LEPAGE H., « *Le marché est-il rationnel ? D'Adam Smith à F. A. Hayek* », *Commentaire*, 1983/4 (Numéro 22), pp. 345-353.

¹¹⁰ BEAUD M. & DOSTALER G., « *La pensée économique depuis Keynes* », Paris, Editions du Seuil, 1996, p. 301.

Basés sur les travaux précédents de von Mises et de Wicksell, la théorie des cycles de Hayek explique que les origines des booms économiques se trouvent dans des crédits artificiellement bas insoutenables à long terme et menant à une crise.

Le cycle économique¹¹¹ selon Hayek est constitué de trois phases :

- Première phase : l'expansion : telle que développée par von Mises dans sa ouvrage intitulé « *the Monetary Malinvestment Theory of the business cycle* » (White, 2012)¹¹², le boom commence avec une offre surélevée de crédit bon marché émanant du système bancaire (soit via la banque centrale et son taux directeur, soit via les banques commerciales elles-mêmes agissant ensemble dans ce sens). Cette offre de crédit va faire chuter le taux d'intérêt du marché en deçà du taux d'intérêt naturel¹¹³, c'est-à-dire en-dessous de ce qu'il devrait être sans l'intervention de ce système bancaire. Ce faible taux d'intérêt du crédit va provoquer cette phase d'expansion. Cette phase provoquera un surinvestissement dans des projets pour lesquels nous n'aurions normalement pas injecté de capital, faute de rentabilité.

Il y a ici une création d'investissement forcé. Les entreprises vont donc délaisser la production de biens de consommation, au profit de l'investissement dans les biens intermédiaires. Cette action provoquera une augmentation des prix des biens de consommation engendrant une épargne forcée. Celle-ci pourra être, dans un premier temps, dissimulée par le maintien du taux d'intérêt du marché bas, et donc de l'offre surabondante de crédit.

- Deuxième phase : le changement de conjoncture. Cette fausse situation de rentabilité va disparaître avec le retour du taux d'intérêt du marché vers le taux d'intérêt naturel. Ce retour est inévitable pour deux raisons ; premièrement, l'hyperinflation engendrée par cette offre de crédit artificielle peut faire couler le système bancaire entier. Deuxièmement, cette offre de crédit étant intéressante,

¹¹¹ Hayek prend comme hypothèse de départ une situation de plein-emploi.

¹¹² WHITE L. H. « *The Clash of Economic Ideas : The Great Policy Debates and Experiments of the Last Hundred Years* », Cambridge, Cambridge University Press, 2012, p. 73.

¹¹³ Concepts développés par Knut Wicksell.

avec un taux inférieur au taux naturel, la demande de crédit ne cesse d'augmenter au détriment de l'épargne créant une pénurie des capitaux.

Si la situation perdure trop longtemps, la devise viendra à s'effondrer, comme ce fut le cas de l'hyperinflation allemande dans les années vingt.

- Troisième phase : la récession. La production de biens d'investissement, ayant été faussement rentable, le secteur va être délaissé. Cela aura comme conséquence des faillites et une sous-utilisation des moyens de production nouvellement créés par l'investissement.

Hayek illustre cette situation en faisant une analogie de cette situation avec une énorme machine de production. La société aurait injecté tout son capital dans cette machine avant même que celle-ci ne puisse produire quoi que ce soit.

Pour Hayek, ce phénomène de récession est inévitable et doit péniblement suivre son cours. Après l'inflation, il y aura une période de chômage élevé pendant laquelle les travailleurs nouvellement sans emploi devront se réorienter vers les secteurs réellement rentables. Il s'agit d'une période de réajustement de l'économie inévitable. L'action syndicale ou l'intervention de l'État ne fera que ralentir le processus d'assainissement qu'est la récession. Il s'agit bien ici d'une « stratégie du choc » (Campagnolo, 2010)¹¹⁴ dans laquelle la crise est vue de manière positive afin d'évoluer vers un mieux.

2.2.2.4 Sa vision de la monnaie

Hayek ne croit pas en la vision classique de neutralité de la monnaie prétendant que celle-ci ne peut pas avoir d'effets sur l'économie réelle. Il ne croit pas non plus en la vision keynésienne de la monnaie, affirmant que la quantité de monnaie influence la production et l'emploi. Sa vision est entre ces deux théories opposées, pour lui, la monnaie n'influencera jamais positivement le niveau de production, du moins à long terme. Elle ne pourra être que la cause d'un déséquilibre risquant de provoquer une récession¹¹⁵. En effet, l'injection de monnaie dans le système financier, va bouleverser la structure de prix et donc l'équilibre.

¹¹⁴ CAMPAGNOLO G., « Pourquoi la crise ne dément pas Hayek », *Cités* 2010/1 (n° 41), p. 64.

¹¹⁵ Voir ci-avant, « Sa théorie des cycles » de Hayek.

Pour Hayek, l'argent, la monnaie représente le bien le plus polyvalent par définition, il est le plus puissant instrument de liberté et par conséquent, le plus puissant instrument d'oppression (Francastel-Prost, 2003)¹¹⁶.

2.2.2.5 Sa vision de l'épargne et de l'investissement

Sa vision de l'épargne et de l'investissement est particulièrement inspirée de la théorie de von Böhm-Bawerk.

L'investissement est un détour de production, au même titre que l'épargne est un détour de consommation. Nous investissons pour produire plus à l'avenir, nous épargnons afin de consommer plus à l'avenir. À l'équilibre, les entrepreneurs choisissent une structure temporelle de production adaptée à l'épargne des consommateurs. Par conséquent, l'investissement doit être adapté à partir de l'épargne.

2.2.2.6 L'épargne forcée

L'épargne forcée apparaît lors d'injection de monnaie dans le système. Cette injection de monnaie se fait sous forme de crédit. Cette offre abondante de crédit modifie artificiellement le taux d'intérêt du marché en-dessous du taux d'intérêt naturel. Ce taux d'intérêt artificiellement faible influence les entreprises à investir ; il s'agit d'un investissement forcé. Celui-ci va engendrer une augmentation des biens de production au détriment des biens de consommation. Ceux-ci étant produits en quantité inférieure à la quantité d'équilibre, leurs prix vont augmenter. L'augmentation du prix des biens de consommation va réduire la consommation de ceux-ci à l'avantage de l'épargne. Une épargne forcée par les investissements, eux-mêmes forcés par le taux d'intérêt du marché artificiellement réduit par l'injection de monnaie sous forme de crédit bon marché.

Dans ce cas de figure, c'est l'investissement (forcé) qui détermine l'épargne (forcée). Alors qu'à l'équilibre c'est l'investissement, la structure temporelle de production qui doit être issue de l'adaptation au taux d'épargne des consommateurs. Pour avoir une situation d'équilibre, c'est l'épargne qui doit déterminer l'investissement.

¹¹⁶ FRANCASTEL-PROST L., « *Le vocabulaire de Hayek* », Paris, Editions Ellipses, 2003, p. 5-6.

2.2.2.7 Sa vision du taux d'intérêt

Contrairement à la conception beaucoup plus répandue considérant l'intérêt comme la rémunération du capital, les Autrichiens ne considèrent pas le taux d'intérêt en rapport avec le capital¹¹⁷.

Pour Hayek le taux d'intérêt résulte de l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie sur le marché des fonds prêtables. Il s'agit du taux d'intérêt naturel, concept emprunté à Wicksell¹¹⁸.

2.2.2.8 Les ordres de Hayek

Il existe, selon lui, trois types d'ordre : les ordres naturels, artificiels et spontanés.

Les ordres naturels sont ceux qu'étudient les sciences exactes, telles que la physique et la chimie. Les ordres artificiels sont créés par les humains, selon un plan déterminé.

Et les ordres spontanés sont, quant à eux, également créés par les hommes sans pour autant avoir un objectif humain. Dans ces ordres spontanés, nous retrouvons entre autres le marché et la monnaie, mais aussi le langage, la morale, etc. Personne ne peut se revendiquer d'avoir construit ces institutions sociales. Ils résultent de l'existence de règles communes que partagent les acteurs d'un même ordre spontané¹¹⁹. Selon Hayek, la société doit sa cohérence à la présence de « structures de relations globales et durables qui, bien que n'ayant été conçues par personne, profitent à tous sans que cela entre jamais dans le dessein de quiconque » (Lepage, 1983)¹²⁰.

2.2.2.9 Sa vision de l'État

Selon lui, l'intervention de l'État en période de récession ne peut être que mauvaise. D'un point de vue monétaire, l'État ne peut que créer une offre surabondante de crédit, ce qui est justement l'origine de la récession. Et d'un point de vue budgétaire, le budget de l'État

¹¹⁷ DIOP O. T., « *La théorie des cycles dans la controverse entre Keynes et Hayek* », Editions Universitaires Européennes, 2010, p. 55.

¹¹⁸ Voir ci-avant « Sa théorie des cycles » pour comprendre l'impact du taux d'intérêt non défini par le marché sur les cycles économiques.

¹¹⁹ ELLEBOOE C & HOULIEZ H., « *Friedrich Hayek : vie, œuvres, concepts* », Paris, Editions Ellipses, 2006, p. 73.

¹²⁰ LEPAGE H., « *Le marché est-il rationnel ? D'Adam Smith à F. A. Hayek* », *Commentaire* 1983/4 (Numéro 22), p. 347.

ne peut qu'accroître la consommation publique et donc la consommation globale. Pourtant dans ce cas de récession, c'est l'épargne qui fait défaut, le manque de capitaux (Sanz Bas, 2011)¹²¹.

Une politique monétaire et fiscale expansionniste, telle que préconisée par Keynes¹²², ne peut mener qu'à une spirale inflationniste. Celle-ci mènera logiquement à une spirale d'augmentation salariale étant donné la perte du pouvoir d'achat des travailleurs due à la hausse de l'inflation (de Soto, 2009)¹²³.

Cette augmentation des salaires aura pour conséquence d'inciter les autorités à pousser leur politique expansionniste encore plus loin, d'où la spirale (Sanz Bas, 2011).

En outre, l'État confisque des ressources à travers l'inflation, et le mécanisme des prix est incapable d'agir librement jusqu'à l'équilibre de marché à cause de l'intervention étatique (Hayek, 1978)¹²⁴.

Pour Hayek, l'État n'est là que pour garantir la liberté individuelle. La liberté selon Hayek est définie de manière négative au sens d'Isaïah Berlin (1958) ; ce n'est pas le pouvoir ou la possibilité de faire quelque chose, mais bien l'absence de coercition (Campagnolo, 2010)¹²⁵. Pour cela, l'État doit exercer son seul et unique monopole de la coercition à travers le droit. Le droit et la loi sont également utilisés pour limiter l'action et le pouvoir de l'État.

L'intervention de l'Etat la plus grave est celle qui offre « l'impunité aux auteurs de troubles » (Campagnolo, 2010)¹²⁶. Dans un gouvernement hayékien aucun sauvetage d'entreprise en difficulté ne pourrait être envisagé.

¹²¹ SANZ BAS D., « *Hayek's Critique of The General Theory : a new view of the debate between Hayek and Keynes* », *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 2011, n° 14, pp. 288-310.

¹²² SPANTIG K., « *Keynesian Dominance in Crisis Therapy* », *Review of Political Economy*, 2014, Vol. 26, n° 3, pp. 438.

¹²³ de SOTO J. H., « *Money, Bank Credit, and Economic Cycles* », *Auburn, Alabama, Ludwig von Mises Institute*, 2009, p. 489.

¹²⁴ HAYEK, F. A., « *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas* », *Chicago, University of Chicago Press*, 1978.

¹²⁵ CAMPAGNOLO G., « *Pourquoi la crise ne dément pas Hayek* », *Cités* 2010/1 (n° 41), p. 66.

¹²⁶ *Ibid.*, p. 62.

2.2.2.10 Sa vision d'une banque centrale

Dans le même ordre d'idée que pour l'intervention de l'Etat, Hayek considère la banque centrale comme un monopole illégitime aux mains du gouvernement. Il est donc un adepte du *free banking* (Le Héron, 2014)¹²⁷. La régulation est laissée à la concurrence et aux marchés.

L'objectif de stabilité des prix de la banque centrale mène à une politique dangereuse. Elle fait de chaque augmentation du niveau général des prix une augmentation du taux directeur et inversement. Hayek critiquait cette méthode expliquant que chaque diminution du niveau des prix déclencherait une politique expansionniste ; elle-même déclenchant le prochain boom et la récession qui s'en suivrait (de Soto, 2009)¹²⁸.

Cependant, au tout début de sa carrière, il espère à un moment de sa vie professionnelle devenir président de la Nationalbank, la banque centrale autrichienne (Wapshott, 2011)¹²⁹.

2.2.2.11 Sa vision du marché

Le marché a une fonction double : une fonction classique de répartition et une fonction de découverte. Dans cette deuxième fonction, le marché est un « mécanisme de création, de mobilisation et de diffusion d'information » (Lepage, 1983). Cette deuxième fonction permet, à tout un chacun, de bénéficier de l'information grâce à ce réseau d'échange qu'est le marché.

2.2.2.12 Sa vision du socialisme

Hayek était initialement un socialiste dans l'âme. C'est sous l'influence de von Mises et de son ouvrage critique intitulé *Socialism*¹³⁰ qu'il créa sa propre critique de ce qu'il nommait le « socialisme de marché ».

¹²⁷ LE HERON E., « Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique », *L'Economie politique* 2014/1 (n°61), p. 96-97.

¹²⁸ de SOTO J. H., « Money, Bank Credit, and Economic Cycles », Auburn, Alabama, Ludwig von Mises Institute, 2009, p. 489.

¹²⁹ WAPSHOTT N., « Keynes Hayek the Clash That Defined Modern Economics », W. W. Norton & Company, 2011, p. 48

Sa critique commence par une attaque méthodologique sur la façon dont les idées socialistes sont défendues. Il dénonce surtout les approches méthodologiques telles que le rationalisme constructiviste, le scientisme et le planisme. Ce dernier considère les institutions sociales comme appartenant toujours à l'ordre artificiel, et pouvant par conséquent être détruit afin d'être reconstruit, mais en mieux. C'est sur cette erreur qu'est basé tout le schéma de pensée socialiste.

Hayek veut instaurer un véritable libéralisme fondé sur un respect de l'ordre de marché. L'ordre de marché faisant partie des ordres spontanés (Légé, 2007)¹³¹, il garantit la liberté individuelle.

Paradoxalement, ce défenseur de la liberté est tout de même prêt à mettre temporairement de côté la démocratie. Et ce, afin d'établir sa politique dans son ensemble de manière durable.

¹³⁰ VON MISES, L., « *Socialism, An Economic and Sociological Analysis* », 1922, New Haven, Yale University Press, première édition anglaise, 1951.

¹³¹ LEGE P., « Hayek : penseur génial ou incohérent ? », *L'Economie politique*, 2007/4 (n° 36), p.47.

2.3 Comparatif

Suite à la description et l'analyse du courant de pensée de ces deux auteurs à travers leurs concepts clefs. Nous présentons brièvement ces concepts à l'aide d'une synthèse comparative, et ce, afin d'illustrer schématiquement les similitudes et divergences de ces auteurs.

Keynes	Hayek
l'orientation politique	
Interventionnisme, collectivisme, (semi-)socialisme.	Ultra libéralisme.
les cycles économiques	
Les cycles économiques existent, il faut agir dès le début de la crise afin d'empêcher au maximum les conséquences néfastes de celle-ci.	Les cycles économiques sont constitués de trois phases: l'expansion, le changement de conjoncture et la récession. Hayek interprète la crise dans une vision stratégique positive du choc. La crise, menée à son terme, permettra d'assainir le système.
le rôle de l'Etat	
L'Etat doit intervenir à l'aide d'une politique monétaire et fiscale expansionniste afin de maximiser les capacités du système économique en augmentant la demande agrégée, permettant de la sorte d'atteindre le plein-emploi.	L'Etat n'est là que pour garantir et maximiser la liberté individuelle. L'intervention étatique au niveau économique ne peut être que néfaste à long terme.
la banque centrale	
La banque centrale est l'outil de politique monétaire de l'Etat. Une politique monétaire expansionniste est une condition nécessaire, bien que non suffisante, à la politique économique préconisée par Keynes.	La banque centrale est un monopole illégitime de l'Etat servant un objectif dangereux de stabilité des prix. Une diminution du niveau général des prix engendre, par cet objectif, une politique expansionniste en diminuant le taux directeur. Cette politique engendrera le prochain boom et la récession y afférent.

Keynes	Hayek
la monnaie	
<p>La monnaie n'est pas neutre. L'augmentation de la quantité de monnaie en circulation influence positivement le niveau de production.</p>	<p>La monnaie n'est pas neutre. L'injection de monnaie dans le système ne peut pas influencer positivement le niveau de production à long terme. Car cette injection va chambouler la structure de prix et par conséquent provoquer un déséquilibre au sein du marché.</p>
le taux d'intérêt	
<p>Il doit être le plus bas possible, il doit atteindre le taux plancher défini par la préférence pour la liquidité empêchant la trappe à liquidité.</p>	<p>Il doit être déterminé par le marché, dans le cas contraire le marché est leurré. Les différentes ressources ne seront par conséquent pas allouées efficacement à long terme, car l'information de départ est erronée.</p>
l'épargne	
<p>L'épargne empêche l'économie de tourner au maximum de ses capacités. Pour Keynes tout doit être consommé ou investi.</p>	<p>L'épargne définit l'investissement. En effet, à l'équilibre les entrepreneurs vont adapter leur structure temporelle de production par rapport à l'épargne des ménages.</p>

2.4 Conclusion

Suite à la description, l'analyse et la comparaison des concepts généraux chez Keynes et Hayek, nous remarquons que la vision de ces deux auteurs est drastiquement différente. En effet, les idées de Keynes appliquées suite à la crise de 1929 ont bel et bien permis à l'économie de s'en tirer, malgré la difficulté de la situation, à court, voire à moyen terme.

Cependant, ces idées keynésiennes ont également affaibli l'économie par l'endettement excessif des différents acteurs ayant appliqué ces idées. En effet, l'inflation et les dettes étatiques ont atteint des sommets historiques durant la période s'étalant de la fin de la Seconde Guerre mondiale à la fin des années 70. Cet affaiblissement rend ces acteurs moins résilients aux futurs coups durs de l'économie. C'est pourquoi un renouveau des idées libérales, dans un premier temps, d'Hayek, et dans un second temps, des monétaristes menés par Milton Friedman, ont ressurgi au début des années 80. Ce renouveau ayant abouti sur la période communément nommée, la Grande Modération. A titre d'illustration, de 1980 à 1983, le Président de la Réserve Fédérale des Etats-Unis de l'époque, Paul Volcker, fit diminuer l'inflation de 13,5% à 5% à l'aide d'une politique monétaire stricte¹³². Cependant, les dettes des pays développés ont continué d'enfler¹³³.

Les idées d'Hayek sont tellement extrêmes, pour notre vision contemporaine, qu'elles ne sont que peu applicables. En effet, aucun décideur ou aucune autorité ne serait capable, en cas de problème majeur dans l'économie, de laisser crouler celle-ci lors d'une crise importante, comme Hayek le préconise. Nous pensons que c'est en partie pour cela que les idées restent majoritairement keynésiennes. Les gouvernements ont tendance à agir à court et moyen terme afin d'obtenir une réponse immédiate plutôt que d'adopter une vision long terme.

La mise en évidence des différences de pensées et l'explication des concepts y afférents va nous permettre d'analyser les diverses décisions prises par les autorités américaines et décrites dans le premier chapitre de ce mémoire.

¹³² SPANTIG K., « *Keynesian Dominance in Crisis Therapy* », *Review of Political Economy*, 2014, Vol. 26, n° 3, p. 439.

¹³³ Ibid, p. 436.

Chapitre 3: ANALYSE DES DECISIONS

Dans ce troisième et dernier chapitre, nous analyserons les différentes décisions présentées dans le premier. Nous nous baserons sur les deux points de vue, keynésien et hayekien, résumés au sein du deuxième chapitre.

A l'aide de la matrice SWOT nous mettrons en exergue les points positifs et négatifs d'une décision que cela soit pour le preneur de décision lui-même ou par rapport à la bonne gouvernance du pays. Nous commencerons donc cette partie par la description de cette approche.

Ensuite, nous résumerons le rôle et la fonction de la Réserve Fédérale. Nous présenterons les différentes missions et outils à la disposition de la banque centrale des Etats-Unis.

Pour chaque analyse, nous nous mettrons à la place de l'instance ayant pris la décision concernée. Pour certaines d'entre-elles, il s'agira de plusieurs organismes, autorités américaines travaillant de concert, dans un but commun.

Finalement, nous regarderons les différentes analyses et leurs attribuerons une tendance keynésienne ou hayekienne. Et ce, afin de vérifier la croyance de nombreux auteurs, tel que Wapschott¹³⁴, Spantig¹³⁵ ou encore Ragot¹³⁶ pour ne citer qu'eux, affirmant que les décisions prises en temps de crises sont, encore et toujours, majoritairement keynésiennes.

Etant donné que certaines décisions présentent des similitudes, l'analyse risque malheureusement d'être par endroit redondante.

¹³⁴ WAPSCOTT N., « *Keynes Hayek : The Clash That Defined Modern Economics* », New York, W. W. Norton & Company Ltd., 2011, p. 293.

¹³⁵ SPANTIG K., « *Keynesian Dominance in Crisis Therapy* », *Review of Political Economy*, 2014, Vol. 26, n°3, pp. 426-448.

¹³⁶ RAGOT X., « *Le retour de l'économie keynésienne* », *Revue d'économie financière*, 2016/1, n°121, pp. 173-186.

3.1 La matrice SWOT

La matrice SWOT est initialement un outil marketing d'aide à la décision. Cette matrice a été développée par quatre Professeurs de l'Université de Harvard dans les années 60 (Speth, 2014)¹³⁷. Nous avons sélectionné cet outil pour sa clarté ;

Il analyse les facteurs internes et externes ayant une influence, positive ou négative, sur le fonctionnement, interne, ou sur l'environnement, externe, d'une structure.

Cette structure peut être, par exemple une entreprise, une stratégie, une décision, ou bien une théorie.

Dans notre analyse, il s'agira principalement de la Réserve Fédérale mais aussi, parfois le Trésor américain ou encore un ensemble d'autorités américaines agissant de concert dans un but commun.

La matrice SWOT est un tableau à quatre entrées : forces (*Strengths*), faiblesses (*Weaknesses*), opportunités (*Opportunities*) et menaces (*Threats*).

3.2 Le rôle et la fonction de la Réserve Fédérale

The Federal Reserve System, appelé communément la Fed, en tant que banque centrale, doit remplir plusieurs rôles. Elle s'occupe de la mise en œuvre de la politique monétaire et la détention et gestion des réserves officielles de change. Elle est l'organe régulateur des systèmes de paiement et des institutions bancaires. Elle est également responsable du maintien de la stabilité du système financier via la maîtrise des risques systémiques. Par ailleurs, la Fed est le monopole de l'émission des billets de banque.¹³⁸

Ses deux missions essentielles sont : la stabilité des prix, c'est-à-dire la lutte contre l'inflation, et le maintien de la croissance économique. Ces deux objectifs principaux ne sont pas simultanés, ils doivent être réalisés en alternance. En fonction des situations, la Fed va privilégier plus particulièrement l'une ou l'autre de ces deux missions.

¹³⁷ SPETH C., « La matrice SWOT et la stratégie d'entreprise », Namur, 50 Minutes, *Gestion & Marketing*, n°21, 2014.

¹³⁸ LE HERON E., « Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique », *l'Economie politique*, 2014/1, n° 61, pp. 95-107.

Pour réaliser cela, elle peut agir sur deux outils : le taux directeur et le volume de liquidité. Le taux directeur, décidé par la Fed, détermine en partie le taux du marché interbancaire : taux auquel une banque emprunte à une autre banque. Une diminution du taux directeur impactera à la baisse le taux auquel les agents économiques empruntent. La modification du volume de liquidité se fait, quant à elle, via l'injection et le retrait de dollars dans le système bancaire. Plus il y aura de liquidité sur le marché interbancaire, moins cher sera le coût de crédit pour les banques. Cela impactera aussi le taux auquel empruntent les agents économiques.

La Fed a également, comme toute banque centrale, un rôle de prêteur en dernier ressort. Selon la définition de la Banque de France, « Les interventions en tant que prêteur en dernier ressort consistent à accorder, à titre exceptionnel et dans des situations de crise particulières, des prêts à court terme aux banques confrontées à d'importants problèmes de liquidité »¹³⁹. Selon les principes de Bagehot, le prêteur en dernier ressort doit prêter à des institutions financières illiquides, mais solvables. Ce prêteur doit également respecter trois principes. Un taux de pénalité doit être appliqué afin d'éviter que ces établissements n'utilisent les fonds pour financer des opérations de prêts. Le prêt doit être garanti par des éléments satisfaisants. Et enfin, sa politique doit être annoncée publiquement ex ante de manière crédible.

La Fed a été créée en 1913 par le Congrès. Il s'agit de la banque centrale la plus importante du monde sachant que le dollar américain représente 62 % des réserves mondiales de devises. Ce dollar est également la monnaie de référence pour le taux de change de septante-cinq pays.

Il existe également douze réserves fédérales régionales qui englobent plusieurs états. Elles se situent à Boston, New York, Philadelphie, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, Saint-Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas et San Francisco¹⁴⁰. Ces réserves fédérales régionales sont à leur tour divisées en branches.

¹³⁹ Banque de France, Revue de la stabilité financière, n° 9, 2006, p. 96. <https://publications.banque-france.fr/decembre-2006-0>. Consulté le 23 Juin 2017.

¹⁴⁰ Official Web Site of the Fed : The Twelve Federal Reserve Districts and the Federal Reserve Banks.. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/federal-reserve-system.htm>. Consulté le 15 avril 2017.

Le patron de la Fed est nommé par le Président des Etats-Unis pour une période de quatre années renouvelable. Cependant, c'est le Congrès qui détermine le mandat de la Fed et peut à tout moment convoquer son président afin qu'il s'explique sur sa politique monétaire. De plus, la Fed se doit de se coordonner avec le Trésor, et donc avec la politique du Gouvernement.

Le *Federal Open Market Committee* (FOMC) est le conseil de la Fed. Il se réunit au minimum huit fois par an, lors de réunions planifiées. Le FOMC est composé de cinq banquiers centraux représentant les Réserves Fédérales Régionales sur les douze existantes et de sept membres nommés par le pouvoir politique, généralement issus du monde académique ou de celui de la finance.

Une autre instance, que nous avons évoquée lors de la description des évènements, est le *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), créé en 1932, cet organe est garant des dépôts en cas de faillite bancaire.

3.3 Le déclenchement de la crise

La crise des subprimes a été déclenchée par la politique très accommodante de la Fed pour les prêts immobiliers au début des années 2000, en réponse à l'éclatement de la bulle internet¹⁴¹. Cette politique de l'accès facile au crédit peu cher est typiquement keynésienne.

¹⁴¹ LELIEVRE V., « *Macroéconomie financière* », éditions Ellipses, 2016, p. 179.

3.4 Les premières réactions des banques centrales : vision de la Fed

La Fed injecte 62 milliards de dollars en l'espace de deux jours, via l'achat de titres du Trésor sur le marché ouvert.

Matrice SWOT, point de vue néo-keynésienne :

Forces	Faiblesses
Injection de liquidité	Coût pour la Fed, bien que négligeable étant donné la liquidité élevée des bons du Trésor
Opportunités	Menaces
Rassurer les marchés	Faiblesse du signal

Forces L'injection de liquidité a pour objectif de faire diminuer le taux d'intérêt. Keynes estime que le taux d'intérêt doit être le plus bas possible afin de stimuler les investissements et par conséquent la croissance.

Faiblesses Présence d'un coût pour la Fed, diminuant son pouvoir d'intervention pour le futur. Ce coût reste cependant négligeable étant donné la liquidité élevée des titres du Trésor.

Opportunités L'intervention de la banque centrale permet de rassurer psychologiquement les agents économiques.

Menaces L'injection de liquidité, par l'achat de titres fort liquides sur le marché ouvert, ne peut avoir que peu d'impacts réels. Ce signal peut par conséquent être trop faible pour avoir l'effet escompté. Le coût, bien que peu élevé, diminue la capacité d'action future de la Fed.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
Intervention relativement négligeable étant donné la liquidité élevée des bons du Trésor	Injection de liquidité
Opportunités	Menaces
Rapprochement du taux d'intérêt du marché vers le taux d'intérêt naturel	Ralentissement du processus naturel d'assainissement

Forces Cette intervention n'en est pas réellement une, étant donné la liquidité élevée des bons du Trésor américain.

Faiblesses Néanmoins, il s'agit tout de même d'une réaction de la banque centrale dans le système financier.

Opportunités Nous considérons que l'annonce de BNP Paribas a fait éloigner à la hausse le taux du marché du taux naturel wicksellien. L'injection de liquidité sur le marché ouvert aura pour conséquence de diminuer le taux du marché. Cette baisse fera rapprocher le taux du marché du taux naturel, ce qui est un bon élément pour Hayek.

Menaces L'injection de liquidités dans le système ne fait que ralentir le processus d'assainissement. Ce processus salvateur devra inévitablement être lancé par la récession.

Cette action, à priori keynésienne, aurait une influence faible sur la crise. En effet, bien que rapidement mise en place, elle n'est pas d'assez grande envergure pour enliser la crise. Pour rappel, Keynes préconise une réaction rapide et conséquente avant que la crise ne se déclenche. En dehors du fait qu'il s'agisse de l'action d'une banque centrale, cette action ne s'oppose pas réellement à la vision hayekienne. De plus, sa faiblesse semble aller dans le sens du rétablissement d'une situation économique « naturelle » selon Hayek, à travers le choc qu'est la crise.

3.5 Le programme *Hope Now*

Programme de prévention des saisies immobilières les moins justifiées, à travers une renégociation du prêt.

Matrice SWOT, point de vue néo-keynésien :

Forces	Faiblesses
Intervention bon marché	Diminution de la crédibilité du gouvernement auprès de ses électeurs
Opportunités	Menaces
Programme win-win Enlisement de la crise par la diminution du nombre de saisies	Peu d'impact

Forces Ce programme préconise juste une négociation. Permettant à certains citoyens de garder leur habitation, et à certains crédits d'être mené à terme. Il ne requiert aucun fonds de la part du gouvernement¹⁴².

Faiblesses D'un point de vue politique, ce genre d'intervention est mal vu aux Etats-Unis. En effet, elle récompense des gens jugés irresponsables n'ayant pas su répondre aux termes de leurs contrats. Ceux qui ont rempli ces termes s'en trouvent délaissés.

Opportunités Si le nombre de saisies diminue, la chute des prix de l'immobilier sera d'autant plus faible. De plus, cela permet aux crédits correspondants d'arriver à échéance. Ceux-ci restent une source de capital pour les établissements financiers, qui essuient des pertes dans la majorité des cas de saisies immobilières.

Menaces Au vu du contexte au moment de l'adoption du programme *Hope Now Alliance*, il est évident que ce sera peu efficace.

¹⁴² PAULSON H. M. Jr., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », Hachette Book Group, 2013, p. 75.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
Accords avec le privé Pas d'argent public engagé	Inégalité
Opportunités	Menaces
Programme win-win Maintien de la propriété privée	Renforcement de l'irresponsabilité

Forces Le programme préconise un accord avec le privé. C'est une bonne idée d'un point de vue hayékien, et même si le déclencheur initial est le Gouvernement, son intervention reste limitée. Aucun fonds public n'est nécessaire pour la mise en place de ce programme.

Faiblesses L'intervention de l'Etat crée une inégalité entre les individus. Certains emprunteurs n'ont pas réussi à honorer leur contrat de remboursement hypothécaire. Ils auront pourtant droit à une renégociation des termes du contrat. D'autres, plus responsables, ont quant à eux, bel et bien répondu aux exigences financières de leur crédit hypothécaire et sont donc désavantagés. Ce programme ne pourra cependant pas permettre à tous les contrats d'être renégociés. Certaines saisies devront tout de même avoir lieu, rendant l'inégalité double et donc, partiellement compensée.

Opportunités C'est un programme win-win. Pour le propriétaire du bien hypothéqué, cela lui permet de garder son habitation. Pour la banque ayant accordé le prêt, la renégociation lui permet de récupérer son investissement. Alors qu'en cas de saisie, la banque aurait essuyé des pertes, car le montant de l'habitation récupéré lors de la revente serait inférieur. L'Etat utilise l'un des rares rôles que lui attribue Hayek qui est de maximiser la liberté individuelle, ici, par le biais de la lutte pour le maintien de la propriété privée.

Menaces Ce programme renforce l'irresponsabilité de certains contribuables. Ceux-ci auraient dû prendre moins de risque et se contenter d'un prêt moins élevé.

Cela reste discutable, car les véritables fautifs dans ce cas sont les courtiers qui proposaient les crédits subprimes et qui connaissaient le risque de défaut potentiel de certains de leurs clients.

Ce programme est un des rares à favoriser la vision hayekienne puisqu'il a pour objectif d'accélérer un processus économique « naturel » de négociation du milieu privé. Il n'est pas pour autant incompatible avec une vision keynésienne. Quoique, dans ce cadre, cette action doit être considérée comme négligeable, voire complètement inadaptée.

3.6 Le Term Auction Facility

Programme de crédit aux enchères à la fenêtre d'escompte de la Fed pour les banques privées.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Réduit le stigmatisme	Aide non immédiate Perte du contrôle du taux d'intérêt
Opportunités	Menaces
Injection de liquidités dans le système Diminution du risque de ruée bancaire	Surcoût du prêt lié à la déstigmatisation

Forces En proposant ce système d'enchère, la Fed réduit le problème de stigmatisme. Les banques seront de la sorte plus enclines à emprunter auprès de la Réserve Fédérale.

Faiblesses Ce processus d'enchère est plus lent qu'un simple prêt. Les banques ayant un besoin immédiat en liquidité ne pourront pas être aidées par ce programme.
La Fed n'est plus maître du taux, qui devient déterminé par un marché aux enchères.

Opportunités Le risque de ruée bancaire est diminué par cette injection de liquidité. En effet, cela relance la confiance pour les agents économiques, car la banque centrale est présente pour répondre aux besoins du système en liquidité.

Menaces Le taux du marché, établi par un système d'enchère, peut engendrer un surcoût. Dans ce système affaibli, ce surcoût pourrait menacer la survie des banques contractant ce prêt.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
La Fed peut prêter à un taux déterminé par un marché	Abus de pouvoir
Opportunités	Menaces
/	Leurre au libre-marché

Forces Le taux d'intérêt à la fenêtre d'escompte est déterminé par un marché.

Faiblesses Dans cette situation de pénurie de capitaux, les banques centrales acquièrent une position de monopole sur le marché du crédit. En effet, en présentant uniquement quelques prêts, et en préconisant un système d'enchères, les garanties apportées par les établissements privés seront probablement supérieures à ce qu'il serait correct d'apporter comme collatéral. Pire encore, le taux auquel prête la Fed, déterminé par l'enchère, sera probablement plus rentable pour celle-ci qu'un simple prêt qui lui serait déterminé par le taux directeur augmenté d'une pénalité.

Menaces Ce programme essaie de réduire le stigmate de l'emprunt auprès de la Fed. Nous estimons qu'il s'agit d'un frein au libre-marché. Effectivement, les établissements privés n'empruntent pas à la Fed grâce à ce stigmate. Le système une fois leurré, ne peut qu'encore moins s'autoréguler.

Il s'agit de leurrer un des effets pervers de l'intervention de la Fed, en y créant un sous-système répondant aux caractéristiques du libre marché, c'est-à-dire déterminé par celui-ci, au risque de créer une situation financière encore plus incontrôlable. Nous pourrions même affirmer que les théories hayekiennes viennent à la rescousse dans un système keynésien engourdi et en manque d'idée.

3.8 Les lignes de swap de devises pour les banques centrales étrangères

La Fed ouvre des lignes de swap afin de répondre à la demande de dollars en dehors des frontières.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Pas de risque de défaut des contreparties	/
Opportunités	Menaces
Eviter l'augmentation du taux d'intérêt court terme Empêcher une bulle spéculative sur le dollar américain	/

Forces Les contreparties de ces différents accords bilatéraux sont d'autres banques centrales, le risque de défaut est donc quasi nul. Celles-ci prennent la responsabilité de l'achat de dollars.

Opportunités Ces lignes de swap de devises permettent de ne pas faire grimper le taux d'intérêt court terme en diminuant la demande de dollar à l'extérieur des Etats-Unis. En effet, les banques étrangères basées aux Etats-Unis empruntent les dollars dans leur banque centrale respective lorsque celle-ci est capable de leur en fournir à un prix intéressant. Empêcher l'augmentation du taux d'intérêt est une bonne chose d'un point de vue keynésien ; celui-ci préconise un taux le plus bas possible afin de stimuler l'investissement et donc la croissance économique.

La Fed met à disposition des autres banques centrales des dollars, permettant à celles-ci de répondre aux demandes de leurs clients : les banques étrangères basées aux Etats-Unis et demanderesses de dollars. Le marché étant déjà peu liquide, le manque de dollar à l'étranger pourrait créer une bulle spéculative sur cette devise. Une bulle spéculative est en soi mauvaise au sens de Keynes, car elle favorise les rentiers.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
/	Intervention de la banque centrale à un niveau international
Opportunités	Menaces
Lutte contre l'inflation potentielle provoquée par la Fed	/

Faiblesses La banque centrale reste pour Hayek un monopole illégitime, cette décision fait, de plus, intervenir plusieurs banques centrales.

Opportunités Le manque de dollars en dehors des Etats-Unis faisant grimper le taux d'intérêt court terme et présente un risque d'inflation. Remédier à ce problème permet de lutter contre l'inflation menaçante.

Cette intervention keynésienne a pour objectif de lutter contre un des effets pervers de l'intervention de la Fed, en régularisant le marché extérieur du dollar.

La hantise de Hayek pour l'inflation lui ferait probablement saluer également cette décision.

3.9 La relance budgétaire du gouvernement Bush

Le gouvernement Bush vote une relance budgétaire de 150 milliards de dollars, principalement redistribués sous forme de diminution fiscale.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Meilleure répartition des revenus	Moins de fonds publics
Opportunités	Menaces
Moins de saisies immobilières Augmentation de l'activité économique	Propension marginale à consommer Aide générale

Forces Cette forme de diminution fiscale est adaptée en fonction de la situation des ménages, et donc il s'agit d'une répartition des revenus plus équitable.

Faiblesses Cette relance, représentant 150 milliards de dollars en fonds publics à budgétiser, dans une situation de crise qui devrait plutôt favoriser les dépenses publiques.

Opportunités Cette relance budgétaire aura pour conséquence d'augmenter l'activité économique par la relance de la consommation, au prorata de la propension marginale à consommer. Cette relance permettra à certains ménages de continuer leur remboursement de crédit hypothécaire et par conséquent de conserver leur habitation.

Reprise de l'activité économique par l'augmentation des revenus, issue de la charge fiscale diminuée.

Menaces L'aide est générale, certains en ayant plus besoin que d'autres. Ceux n'ayant pas immédiatement besoin de ces fonds supplémentaires vont avoir tendance à les sécuriser au vu de la situation économique et donc la consommation n'augmentera pas autant qu'espéré.

De plus, l'augmentation relative du budget des ménages ne sera pas entièrement allouée à la consommation immédiate, mais au prorata de leur propension marginale à consommer.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
Affaiblissement de la capacité d'intervention du Gouvernement par une diminution de son budget	/
Opportunités	Menaces
Plus de libertés individuelles, meilleure autorégulation du système	Décision temporaire

Forces Ces 150 milliards de dollars de moins diminuent la capacité d'intervention du Gouvernement.

Opportunités Les ménages, à travers cette relance, ont récupéré une partie de leurs impôts et cet argent sera utilisé dans le système permettant à celui-ci de mieux s'autoréguler.
Diminution de la charge fiscale et donc des rentrées directes pour l'Etat.

Menaces La pérennité de cette décision est mise en cause. Ce n'est pas une diminution fiscale permanente, elle n'a eu lieu qu'une seule fois, pour l'année fiscale en cours.

Cette intervention, au départ keynesienne par le coût budgétaire engendré afin de relancer la croissance par les dépenses des ménages, présente l'avantage, d'un point de vue hayekien, de diminuer la capacité future d'intervention du Gouvernement.

3.10 La forte diminution du taux directeur de la Réserve Fédérale

Le taux directeur de la Réserve Fédérale a diminué de plus de 5 points complets entre juillet 2007 et décembre 2008, passant de 6,25 % à 0,50 %.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Application quasi instantanée et partout Intervention bon marché Outil maîtrisé	Politique mal vue par le Congrès Difficile à jauger
Opportunités	Menaces
Augmentation de l'investissement	Inflation Stigmatisation de l'emprunt auprès de la Fed

Forces La diminution du taux directeur est quasiment instantanée. EN effet, une fois approuvée par le FOMC et annoncée publiquement, elle s'applique sur tout le territoire américain.

Cette intervention est bon marché pour la Fed, certes ses prêts sont rémunérés sur cette base à laquelle s'ajoute une pénalité, mais la Fed ne débourse rien en diminuant le taux directeur.

La fluctuation du taux directeur est un outil maîtrisé par la Fed. En effet, celle-ci l'a utilisé à nombreuses reprises avant la crise engendrée par les subprimes¹⁴³.

Faiblesses Ce genre de politique est considéré comme une politique monétaire très peu ferme, ce qui ne plaît pas à la classe politique et en particulier au Congrès. Congrès face auquel la Fed doit répondre de ses actes. L'effet de la diminution du taux directeur est difficile à doser. En effet, la diminution du taux doit être suffisamment importante afin d'envoyer un message clair aux agents économiques, et ne doit pas être trop élevée pour

¹⁴³ LELIEVRE V., « *Macroéconomie financière* », Editions Ellipses, 2016, p. 182.

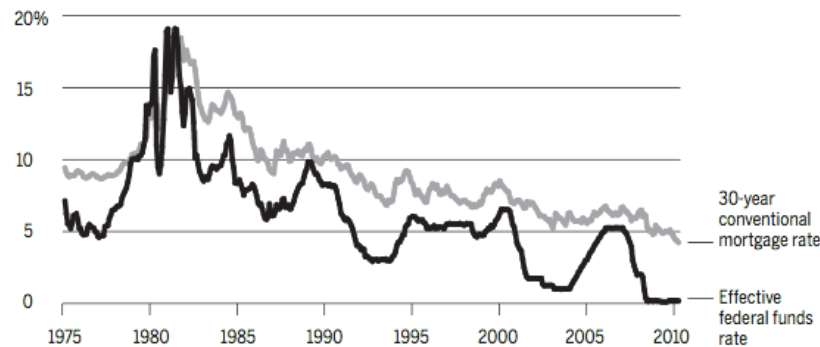
d'une part, garder une marge de manœuvre, et d'autre part, pour le justifier auprès du Congrès.

Ex post, nous remarquons l'inefficacité de la répercussion du taux directeur vers les prêts hypothécaires :

Bank Borrowing and Mortgage Interest Rates

Rates for both banks and homeowners have been low in recent years.

IN PERCENT



SOURCE: Federal Reserve Bank of St. Louis, Federal Reserve Economic Database

Figure 4 : L'évolution des taux d'intérêts pour les banques et pour les prêts hypothécaires aux Etats-Unis, de 1975 à 2010.

Source : « *The Financial Crisis Inquiry Commission Report* ». ¹⁴⁴

Opportunités L'objectif poursuivi par cette diminution du taux directeur, d'un point de vue keynésien, est de relancer l'économie, et donc la croissance, à travers une augmentation des investissements. Cette augmentation découle de la diminution du taux d'intérêt, et donc de la diminution du coût d'acquisition du capital. Cela va favoriser la distribution du crédit au sein des agents économiques.

Menaces Le plus gros risque de cette forte diminution du taux directeur est l'inflation. Un taux fort bas peut également engendrer un fort endettement chez les agents économiques. En effet, le coût d'acquisition du capital étant fortement diminué, les ménages et entreprises auront plus facilement recours au prêt long terme engendrant un fort endettement.

¹⁴⁴ « *The Financial Crisis Inquiry Commission Report* », Official Government Edition, 2011, Figure 6.1., p. 86.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
/	Déséquilibre du taux d'intérêt Monopole illégitime exercé Politique monétaire laxiste
Opportunités	Menaces
Accélérateur de la fin d'un cycle	Investissement et épargne forcés Hyperinflation

Faiblesses Le taux d'intérêt artificiellement modifié à travers le taux directeur n'est par conséquent plus la résultante de l'équilibre entre l'offre et la demande de monnaie sur le marché des fonds prêtables.

La banque centrale est un monopole illégitime et son action empêche le système de s'autoréguler.

Il s'agit d'une politique monétaire peu rigoureuse, une des causes majeures de la Grande Dépression selon Hayek.

Opportunités Cette diminution radicale du taux directeur peut devenir l'accélérateur de la crise menant à la fin d'un cycle. L'inflation et l'augmentation du chômage s'en suivant, les travailleurs nouvellement sans emploi vont se réorienter vers des secteurs viables, engendrant le processus d'assainissement du système.

Menaces Cette diminution du taux directeur va modifier artificiellement le taux d'intérêt du marché. Celui-ci s'en retrouvera inférieur au taux d'intérêt naturel. Un taux d'intérêt faible va pousser les entreprises vers le crédit. Ce crédit utilisé pour investir sera, selon la définition d'Hayek, un investissement forcé, car ne résultant pas de l'équilibre. Les entreprises vont investir au détriment de la production des biens de consommation. Ceux-ci devenant de plus en plus rares vont également devenir plus chers. Les ménages, en réponse à cela, vont consommer moins au profit de

l'épargne. Cette épargne des ménages est forcée par l'investissement forcé des entreprises.

Une diminution drastique du taux directeur peut mener à une hyperinflation difficile à contenir.

Cette intervention typiquement keynésienne. Selon Hayek, elle pourra amener l'économie du pays dans une situation dangereuse menacée par l'hyperinflation.

3.11 Le sauvetage de Bear Sterns

Rachat de Bear Sterns par JPMorgan Chase avec le soutien et la participation de la Réserve Fédérale.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Intervention rapide	Prêt de la Fed sans recours
Opportunités	Menaces
Création d'une société renfermant les actifs de mauvaise qualité	Engagé dans une nouvelle sorte d'intervention

Forces L'urgence de la situation de Bear Sterns a forcé la Fed à prendre rapidement la décision du prêt à JPMorgan Chase. C'est une force pour une banque centrale d'avoir une capacité d'action rapide.

Faiblesses Sans doute dû à l'urgence de la situation, le prêt de la Fed à JPMorgan Chase est un prêt sans recours. En cas de défaut, la Fed ne récupèrera pas sa mise et cela impactera directement les contribuables.

Opportunités Cette création d'une société, dans ce cas Maiden Lane LLC, est une action typiquement étatique au sens de Keynes, car elle résulte d'une action que seul un Etat peut prendre. C'est une opportunité, ces actifs, bien que risqués et par conséquent sous-évalués en période de crise, vont à échéance être de nouveau rentables.

Menaces En intervenant pour in fine sauver une banque d'investissement, la Fed a fait un pas supplémentaire. Cette première action pourra être réclamée par d'autres banques d'investissement.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
/	Solution semi-publique Prêt « caché » vers une banque d'investissement Dépassement des limites d'intervention de la Fed
Opportunités	Menaces
/	Puissance d'une instance publique Etatisation

Faiblesses Le rachat de la banque d'investissement se fait par une banque privée, mais la Fed de New York doit tout de même intervenir à hauteur de 29 milliards.

Ce prêt, bien que destiné à la banque commerciale JPMorgan Chase, est octroyé dans le but de sauver une banque d'investissement.

Menaces La Fed, à elle seule, a pu débloquer une trentaine de milliards de dollars de fonds publics afin de sauver une banque d'investissement et d'aider une banque commerciale à l'acquisition de celle-ci en prenant le risque lié aux mauvais actifs.

Nous assistons à une étatisation des banques d'investissement avec la création de Maiden Lane LLC contenant des produits d'investissement et qui a généré 1,7 milliard de dollars sur l'année 2015.

Cette aide keynésienne, représente pour Hayek l'exemple type d'une intervention qui dérégule un marché libre, pouvant amener à une étatisation de certaines entreprises. De plus, pour Hayek l'intervention étatique la plus mauvaise est celle qui offre l'impunité aux auteurs de troubles, cette décision est particulièrement anti-hayekienne.

3.12 Le sauvetage de Fannie Mae et Freddy Mac

Ces deux entreprises parrainées par l'Etat et sous-capitalisées ont dû être sauvées par le Trésor américain.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Sauvegarde des deux entreprises permettant d'éviter des pertes pour le Trésor	Etatisation
Opportunités	Menaces
Eviter des faillites collatérales Clarification du rôle de l'Etat dans les GSE	Vers une planification de l'économie ?

Forces Le statut particulier de ces deux entreprises leur permettait d'emprunter directement au Trésor américain. En cas de faillite de celles-ci, le Trésor aurait enregistré de lourdes pertes, car Fannie Mae et Freddy Mac étaient sous-capitalisés et leurs nombreux titres Alt-A avaient perdu beaucoup de valeur, du à la dépression du marché, et ne pourraient pas combler les pertes en cas de faillite.

Faiblesses Prise de contrôle de sociétés privées par l'Etat. Confusion entre l'agent économique Etat et les fonds d'investissement.

Opportunités Eviter des faillites en cascade d'autres institutions.
L'Etat est maintenant clairement en charge de ces deux sociétés, lui permettant de la piloter, dans l'intérêt des citoyens, en cette situation de crise.

Menaces L'Etat pourrait être appelé à prendre le contrôle de l'ensemble des acteurs économiques pouvant à terme, mener à une économie planifiée.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
Accès à la propriété privée	Etatisation
Opportunités	Menaces
/	Perte de la liberté d'entreprendre

Forces Ces deux entreprises ont été créées par l'Etat dans le but de permettre l'accès à la propriété privée au plus grand nombre., La meilleure garantie de la liberté est la propriété privée. Pour Hayek, l'Etat n'est là que pour garantir la liberté individuelle, et cette décision y participe.

Faiblesses Prise de contrôle de sociétés privées par l'Etat.

Menaces Perte de la liberté d'entreprendre par l'étatisation de certains secteurs économiques. Ces entreprises parrainées par l'Etat offrent une concurrence déloyale.

Ces entreprises aux statuts particuliers se situent entre le marché des fonds d'investissements et l'intervention du Trésor américain. Une forme de libéralisation artificielle du Trésor pouvant conduire à l'étatisation de l'entièreté du marché.

D'apparence peut-être hayekienne, cette situation pousse les théories keynésiennes dans leurs retranchements, en leur donnant un sens pseudo-libéral.

3.13 Le *Primary Dealer Credit Facility*

Ce programme permet aux banques d'investissement d'emprunter à la Réserve Fédérale.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Augmentation du pouvoir de la Fed	Stigmate de l'emprunt à la Fed
Opportunités	Menaces
Intervention directe auprès des banques d'investissement	Moins de marge de manœuvre pour intervenir auprès des banques commerciales

Forces Le programme PDCF augmente la marge de manœuvre de la banque centrale américaine.

Faiblesses Tout comme le prêt aux banques commerciales, le prêt de la Fed aux banques d'investissement présentera le stigmate. Et nous pensons que ce stigmate sera encore plus important, car la confiance est un élément plus déterminant encore pour une banque d'investissement.

Opportunités Ce programme permet aux banques d'investissement de pouvoir emprunter auprès de la Fed. C'est une opportunité dans la résolution de la crise vu l'importance systémique de nombreuses banques d'investissement américaines.

Menaces Un montant alloué à une banque d'investissement ne pourra pas l'être à une banque commerciale.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
Plus de distinction entre banques commerciales et banques d'investissement	Plus de pouvoir pour la Fed
Opportunités	Menaces
/	Intervention de l'Etat grandissante

Forces Le statut des banques d'investissement auprès de la Réserve Fédérale se rapproche de celui des banques commerciales, favorisant ainsi la concurrence interbancaire.

Faiblesses Ce programme étend le pouvoir du monopole illégitime qu'est la banque centrale.

Menaces Ce programme renforce le besoin de l'existence de l'Etat en temps qu'acteur intervenant au sein du marché à travers la banque fédérale.

Il s'agit d'une mesure de compensation visant à rétablir un équilibre entre les banques d'investissement et les GSE. Cette mesure reste une intervention keynésienne bien qu'une l'influence libérale semble en être à l'origine, en donnant les mêmes opportunités à différents acteurs du monde financier.

3.14 La faillite de Lehman Brothers

La faillite de la banque d'investissement fait suite à son incapacité à trouver de nouveaux capitaux, et à trouver un partenaire pouvant la stabiliser.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
/	Recherche d'une solution privée
Opportunités	Menaces
/	Vers un ultralibéralisme ? Impact systémique

Faiblesses La Fed et le Trésor recherchent désespérément une solution privée plutôt que d'intervenir directement dans cette situation de crise. Et surtout, ces deux institutions n'interviennent pas en dernier ressort lorsque la solution privée n'est plus envisageable.

Menaces Nous constatons une tendance vers l'ultralibéralisme dans lequel l'Etat n'intervient plus dans l'économie sauf en tant que conseiller.
La faillite de Lehman Brothers, quatrième banque d'investissement des Etats-Unis, présente un risque sur l'ensemble du système financier.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
Le privé doit trouver la solution	/
Opportunités	Menaces
Vers le libre marché	/

Forces La Fed intervient pour trouver une contrepartie permettant le rachat de Lehman, mais laisse le soin au secteur privé de fournir la solution.

Opportunités Le fait que l'Etat ait laissé Lehman Brothers faire faillite est un début vers le libre marché. Les banques d'investissement doivent typiquement répondre au concept du libre marché.

Lehman Brothers ayant déjà profité à maintes reprises du programme PDCF, aux allures libérales, il semblait difficile d'intervenir dans son sauvetage, même si la cause de sa faillite résidait en partie dans la stigmatisation. L'apparence libérale du programme PDCF n'a fait que renforcer celle-ci au point d'empêcher toute intervention supplémentaire.

Voici une position hayekienne forte, même si la décision n'était pas en soi la faillite de la banque d'investissement, mais bien la non-intervention publique. Les nombreuses interventions keynésiennes précédentes ont soulevé l'opinion publique et principalement celle des électeurs du parti au pouvoir. La libéralisation de la Fed n'est qu'une illusion, puisqu'il s'agit, comme le stipule Hayek, d'un acteur étatique qui ne devrait pas exister.

3.15 Le sauvetage d'AIG

Prêt de 182 milliards à American International Group par la Fed de New York et le Trésor américain.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Intervention de l'Etat Aléa moral	Taux de remboursement très élevé
Opportunités	Menaces
Sauvetage d'un acteur économique essentiel	Probabilité de défaut

Forces La Fed intervient ici en tant que prêteur en dernier ressort, une des missions des banques centrales.

Le taux et les conditions du prêt sont drastiques afin d'éviter l'aléa moral.

Faiblesses Le taux réclamé (variable avec un taux plancher à 11,5 %) est très élevé.

Opportunités Sauvegarde d'une entreprise tellement systémique qu'il n'était pas envisageable de la laisser couler.

Menaces Les conditions du prêt sont telles que la probabilité de défaut futur est élevée.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
/	Abus de position monopolistique
Opportunités	Menaces
/	Enrichissement déloyal de l'Etat

Faiblesses À nouveau, la banque centrale abuse de sa position monopolistique en définissant des conditions extrêmes liées au prêt accordé. Le Trésor abuse également de sa position en remerciant le CEO en place.

Menaces L'Etat use de son monopole illégitime afin de contracter un prêt et de s'enrichir grâce aux sociétés privées.

Il s'agit d'une intervention de la banque centrale, ce qui est contraire aux théories hayekiennes. L'intervention keynésienne devrait se contenter de sauver l'entreprise, mais la banque centrale comme acteur économique indépendant rend la situation ambiguë en voulant maximiser son profit.

3.16 Le Plan Paulson initial

Le *Troubled Asset Relief Program* permet l'injection de 700 milliards de dollars à travers l'achat d'actifs douteux.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Injection de liquidité dans le système en crise	Prix de rachat intermédiaire inférieur au prix à valeur réelle des actifs
Opportunités	Menaces
Eviter la crise économique	Aide insuffisante

Forces À travers ce processus, l'Etat injecte 700 milliards de dollars en rachetant les actifs douteux de différentes banques pour un prix supérieur à celui du marché déprimé.

Faiblesses Le prix de rachat des actifs douteux reste tout de même inférieur à la valeur réelle de ceux-ci. Alors que le rachat par l'Etat va ramener la confiance sur ces actifs, ils vont pouvoir être conservés sur le long terme et donc atteindre à échéance leur valeur réelle au prix du marché.

Opportunités Eviter une contamination de la crise financière vers l'économie tout entière comme cela semblait se dessiner.

Menaces L'aide pourrait être insuffisante pour rétablir la confiance. Le prix d'achat n'étant pas égal à la valeur réelle des actifs, la confiance peut ne pas être complètement restaurée.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
/	Prix de rachat intermédiaire inférieur au prix à valeur réelle des actifs L'Etat spéculatif
Opportunités	Menaces
/	L'Etat s'enrichit à travers la crise Ralentissement du processus d'assainissement

Faiblesses Utilisation abusive de la position monopolistique des autorités étatiques en rachetant des actifs à un prix inférieur à leur valeur réelle. L'Etat en acquérant ces actifs spéculatifs devient propriétaire d'une banque d'investissement étatique.

Menaces L'Etat profite d'une crise pour s'enrichir. En effet, le Trésor fixe sa rémunération du risque-tout en ayant connaissance du fait qu'il se doit de continuer son intervention. Et cela se fait au détriment des entreprises financières dans le besoin.
Ce programme ralentit l'assainissement du système économique à travers la crise.

L'objectif principal de l'intervention est de retirer les actifs toxiques des banques et d'injecter par ce fait des liquidités. Cette intervention keynésienne devrait annihiler les précédentes interventions. Les effets pervers qui pourraient en découler ne sont pas mesurés, bien qu'il s'agisse ici de la première mesure globale qui tient compte de l'ensemble des actifs problématiques.

3.17 La solution globale

Mise en place de nombreux programmes et actions afin de diminuer l'impact de la crise financière sur l'économie entière.

Matrice SWOT, vision keynésienne :

Forces	Faiblesses
Action massive Historiquement rassurant	Action tardive
Opportunités	Menaces
Enlisement de la crise Décontamination du monde économique Solution keynésienne dans un monde keynésien	Dernière chance ?

Forces Pour Keynes, il faut agir fort pour enliser la crise de manière efficace. Historiquement, les crises aux Etats-Unis ont souvent été solutionnées par l'injection de capitaux dans des entreprises encore viables, en achetant des titres.

Faiblesses Cet ensemble d'actions arrive tard dans l'évolution de la crise. Keynes préconise une action massive certes, mais également la plus rapide possible, avant même que la crise ne se déclare. Ici, nous nous situons plus d'une année après le déclenchement de cette crise où le point de non-retour issu de la contamination du monde économique par la sphère privée est presque atteint.

Opportunités Cet ensemble de décisions va permettre d'enliser la crise, par le dégel du crédit et donc la décontamination du monde économique. L'enlisement sera également accentué par la reprise de confiance dans les institutions financières.

Dans un monde où l'économie est gouvernée par le crédit, une solution keynésienne semble la plus appropriée.

Menaces Si cet ensemble de décisions ne règle pas un minimum le problème, il n'y aura plus d'occasion de réagir, vu l'avancement de la crise.

Matrice SWOT, vision hayekienne :

Forces	Faiblesses
/	Interventionnisme de toute part Renflouement et garanties issus de l'argent public
Opportunités	Menaces
Dernière chance !	Ralentissement du processus d'assainissement du marché

Faiblesses L'interventionnisme est ici poussé loin via cet ensemble de décisions. Il y a une utilisation massive de différents fonds publics afin de relancer les crédits, de renflouer les banques et de garantir des dépôts.

Opportunité Vu l'investissement public, en cas d'échec, nous nous trouverons dans une situation permettant de laisser la crise se réaliser jusqu'à son terme.

Menaces Cet ensemble de décisions ralentit ou annule le processus d'assainissement de l'ordre spontané qu'est le marché.

Il s'agit finalement d'une véritable action typiquement keynésienne de par sa puissance, contrairement aux précédentes que nous pourrions qualifier de timides. Les différents acteurs étatiques pouvant intervenir attaquent de concert et avec de nombreux moyens déployés. Au vu de cet interventionnisme poussé, cet ensemble de décisions n'est en rien hayekien.

3.18 Conclusion

Le tableau de synthèse, fourni en annexe, reprend la matrice SWOT pour chaque intervention. Nous y avons également spécifié si les décisions étaient davantage keynésienne ou hayekienne, comme affiché dans le tableau ci-dessous :

Décisions	Keynes	Hayek
L'achat de bons du Trésor par la Fed	X	
Le programme <i>Hope Now</i>		X
Le <i>Term Auction Facility</i>	x	x
Les lignes de swap de devises	X	
La relance budgétaire du gouvernement	x	x
La diminution du taux directeur de la Fed	X	
Le sauvetage de Bear Sterns	X	
Le sauvetage de Fannie Mae et Freddy Mac	X	
Le programme Primary Dealer Credit Facility	x	x
La faillite de Lehman Brothers		X
Le sauvetage d'AIG	X	
Le plan Paulson initial	X	
La solution globale	X	

Nous remarquons, comme d'autres l'ont fait avant nous¹⁴⁵, que la plupart des décisions prises durant la crise étaient de tendance keynésienne.

Lorsque les décisions étaient de type hayekienne, soit l'Etat n'a joué que le rôle de conseiller comme dans le programme *Hope Now*, soit les décisions engendraient une diminution de l'intervention de l'Etat ou de ses facultés futures à intervenir. Dans les décisions de tendance hayekienne l'Etat donne cette impression de ne pas se mouiller, voire de ne pas agir du tout. Vision difficilement compatible avec la vision contemporaine du rôle des politiques.

¹⁴⁵ Tels que Nicholas Wapschott, Xavier Ragot ou Kristina Spantig, pour ne citer qu'eux.

De plus, la banque centrale et le Trésor prennent des décisions parfois dans un objectif de maximiser leurs propres intérêts plutôt que l'intérêt collectif. Comme si ces organismes étaient des banques d'investissement normales, alors qu'elles gèrent le bien public.

Bien que les décisions prises ne sont pas systématiquement keynésiennes ou hayekiennes, excepté pour la stricte non-intervention causant la faillite de Lehman Brothers, nous constatons que les théories interventionnistes sont présentes dans la plupart des cas. La banque centrale régit parfois son comportement comme un acteur économique à part entière dans un système libéral, facilitant par ce biais, la justification de ses décisions.

Nous remarquons également que les décisions à tendance keynésienne, si elles ne sont pas prises de manière keynésienne, c'est-à-dire rapidement et significativement, ont un effet très limité, voire nul.

CONCLUSION GENERALE

Les événements et les décisions prises par les autorités américaines, du déclenchement de la crise des subprimes jusqu'à la solution globale envisagée à la fin du mandat de l'Administration Bush, ont été analysés au regard du débat Keynes-Hayek.

Sur base de la littérature, nous avons proposé une synthèse des apports de Keynes et de Hayek face à la crise.

La crise de 1987 a trouvé des solutions à travers des politiques monétaire et budgétaire accommodantes. Celle de l'éclatement de la bulle internet des années 2000 a également été résolue par des décisions keynésiennes. Au sein de la première crise financière du XXI^e, les interventions sont également restées majoritairement keynésiennes. Nous pourrions nous demander si ces décisions n'ont pas semé les prémices d'une prochaine crise financière.

Nous reconnaissons cependant la difficulté d'un changement radical de politique économique. Si une transition vers une nouvelle politique économique générale hayekienne était à faire, comment pourrions-nous procéder ? L'économie étant un ordre spontané au sens d'Hayek, nous ne pouvons pas simplement la détruire délibérément et la reconstruire avec ces nouveaux idéaux. Nous pourrions penser que, d'un point de vue hayekien, ces décisions n'ont fait que ralentir le processus naturel. La prochaine crise sera encore pire, et la suivante d'autant plus. Jusqu'à ce que le système actuel s'écroule et laisse l'opportunité à une société hayekienne de naître.

Bien qu'il existe un courant néo-autrichien, nous remarquons cependant que le monde économique est, de nos jours, principalement divisé entre néokeynésiens et néoclassiques. Ces derniers dérivent en partie des idées de Hayek et ont de nombreux points communs avec celui-ci. Hayek et les chefs de file de ce courant ont d'ailleurs travaillé ensemble durant plus de 10 ans¹⁴⁶.

¹⁴⁶ CAMPAGNOLO G., « Pourquoi la crise ne dément pas Hayek », *Cités* 2010/1 (n° 41), p. 51-70.

Cette dichotomie dans la pensée économique actuelle est à la fois une force et une faiblesse. Force, car elle permet le débat et empêche le monopole parfait d'une et une seule théorie. Mais, c'est également une faiblesse, car d'autres courants existent. Ils évoluent en parallèle et n'ont pas encore la place nécessaire que pour avoir un impact réel sur les décisions.

Nous remarquons que dans les décisions prises, majoritairement à tendance keynésienne, la politique économique présente tout de même une certaine ambiguïté. En effet, certaines décisions peuvent être interventionnistes tout en venant d'une réflexion libérale et inversement.

Cette ambiguïté dans les décisions ne permet pas de respecter un courant clair de politique économique. Pourtant, la théorie de chacun de ces penseurs est développée d'un point de vue général. Par conséquent, une mise en application incomplète ne pourra pas obtenir les effets escomptés. La liberté d'action des autorités est limitée par l'opinion publique, d'où l'impossibilité de suivre scrupuleusement une théorie prédéfinie. La politique économique doit être en permanence adaptée en fonction de cette opinion publique, sinon les décideurs ne resteront pas longtemps à cette place.

Hayek avait déjà compris ce problème. Ce défenseur de la liberté individuelle était même prêt à mettre temporairement de côté la démocratie. Et ce, afin d'établir cette politique dans son ensemble et de manière durable.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages et articles :

BAGEHOT W., « *Lombart Street : A Description of the Money Market* », 1873, Wiley & Sons, réimprimé en 1999.

BEAUD M. & DOSTALER G., « *La pensée économique depuis Keynes* », Paris, Editions du Seuil, 1996.

BERNANKE B. S., « *The Macroeconomics of the Great Depression : a comparative approach* », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1995, n° 27, pp. 1-28.

BERNANKE B. S., « *Mémoires de crise* », Paris, Editions du Seuil, 2015.

CAMPAGNOLO G., « *Pourquoi la crise ne dément pas Hayek* », *Cités* 2010/1, n° 41, pp. 51-70.

CHAVAGNEUX C., « *Une brève histoire des crises financières : Des tulipes aux subprimes* », Paris, Editions La Découverte, 2011.

COCHRAN J. P., « *Book Review : Keynes Hayek : The Clash That Defined Modern Economics* », *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 2011, Vol. 14, n° 4, pp. 474-479.

COSTA N. & LAUNAY O., « *John M. Keynes : vie, œuvres, concepts* », Paris, Editions Ellipses, 2010.

de SOTO J. H., « *Money, Bank Credit, and Economic Cycles* », Auburn , Alabama, Ludwig von Mises Institute, 2009.

DIOP O. T., « *La théorie des cycles dans la controverse entre Keynes et Hayek* », Editions Universitaires Européennes, 2010.

DODD R., « *Subprime : topographie d'une crise* », *Finances & Développement*, 2007.

DOSTALER G., « *Le Libéralisme de Hayek* », Paris, Editions La Découverte, Collection Repères, n° 310, 2001.

DOSTALER G. & VIGNOLLES B., « *Keynes et ses combats* », *Idées économiques et sociales* 2009/3, n° 157, pp. 64-76.

ELLEBOOE C & HOULIEZ H., « *Friedrich Hayek : vie, œuvres, concepts* », Paris, Editions Ellipses, 2006.

FOLEY D. K., « *Lineages of Crisis Economics from 1930s : Keynes, Hayek, and Schumpeter* », *Eastern Economic Journal*, 2010, n° 36, pp. 413-422.

FRANCASTEL-PROST L., « *Le vocabulaire de Hayek* », Paris, Editions Ellipses, 2003.

FRIEDMAN, M. & SCHWARTZ, A., « *A Monetary History of the United States, 1867-1960* », Princeton, New Jersey, Princeton University Press, 1963.

GALBRAITH J. K., « *La crise de 1929* », Paris, Petite Bibliothèque Payot, 2011.

GEITHNER T. F., « *Stress Test : Reflections on Financial Crises* », Londres, Penguin Random House, 2014.

HAYEK F. A., « *La route de la servitude* », 1944, Presse Universitaire de France, réimprimé en 2013.

HAYEK F. A., « *Scientisme et Sciences Sociales, essai sur le mauvais usage de la raison* », chapitre 3 : « *Le caractère subjectif des données dans les sciences sociales* », Paris, Plon, 1953.

HAYEK, F. A., « *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas* », Chicago, University of Chicago Press, 1978.

HAYEK F. A., « *La Présomption fatale : les erreurs du socialisme* », Paris, Presse Universitaire de France, 1988.

HAYEK F. A., « *Prices and Production, and Other Works on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard.* », Introduction de SALERNO J. T., Auburn, Alabama, Ludwig von Mises Institute, 2008.

- HULL J. C., « *Risk Management and Financial Institutions* », 4th edition, Wiley, 2015.
- JORION P., « *Penser tout haut l'économie avec Keynes* », Paris, Odile Jacob, 2015.
- JOHSUA I., « *Quand 2009 questionne 1929* », *L'Economie politique*, 2010/4, n° 48, pp. 64-84.
- KEYNES J. M., « *The Economic Consequences of the Peace* », Kindle Edition, 1919.
- KEYNES J. M., « *The Economic Consequences of Mr. Churchill* », The Hogarth Press, 1925.
- KEYNES J. M., « *A Treatise on Money* », Londres, Macmillan, 1930.
- KEYNES J. M., « *The End of Laissez Faire* », in « *The Collected Writings of John Maynard Keynes* », vol. IX, 1931, Cambridge.
- KEYNES J. M., « *The General Theory of Employment, Interest and Money* », Londres, Macmillan, 1936, réimprimé en 1997.
- KOO R., « *The World in Balance Sheet Recession : Causes, Cure, and Politics* », *Real-World Economics Review*, 2011, n° 58, pp. 19-37.
- LE HERON E., « *Fed versus BCE, l'histoire d'un enjeu démocratique* », *L'Economie politique* 2014/1, n° 61, pp. 95-107.
- LEGE P., « *Hayek : penseur génial ou incohérent ?* », *L'Economie politique*, 2007/4, n° 36, pp. 46-59.
- LELIEVRE V., « *Macroéconomie financière : la globalisation et ses crises* », Paris, Editions Ellipses, 2016.
- LEPAGE H., « *Le marché est-il rationnel ? D'Adam Smith à F. A. Hayek* », *Commentaire* 1983/4 (Numéro 22), pp. 345-353.
- MIGNON V., « *La macroéconomie après Keynes* », Paris, Editions La Découverte, Collection Repères, 2010.
- MOATTI S., « *Penser avec Keynes* », *L'Economie politique*, 2016/2, n° 70, pp. 5-7.

PADOA-SCHIOPPA T. & al. , « *Contre la courte vue : entretien sur le Grand Krach* », Paris, Odile Jacob, 2009.

PAULSON H. M., « *On the Brink : Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System* », New York, Hachette Book Group, 2010.

PIZANO D., « *Conversations with Great Economists : Friedrich Hayek, John Hicks, Nicholas Kaldor, Leonid Kantorovich, Joan Robinson, Paul Samuelson, Jan Tinbergen* », English Editions, New York, Jorge Pinto Books, 2009.

RAGOT X., « *Le retour de l'économie keynésienne* », *Revue d'économie financière*, 2016/1, n° 121, pp. 173-186.

RISCHMANN L., « *Fluctuations et cycles économiques dans les écrits de Keynes : essai sur le rôle des déterminants de l'investissement* », Université de Strasbourg, 2013.

SANZ BAS D., « *Hayek's Critique of The General Theory : a new view of the debate between Hayek and Keynes* », *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 2011, n° 14, pp. 288-310.

SKIDELSKY R., « *John Maynard Keynes, Volume Three : Fighting for Freedom 1927-1946* », New York et Londres, W.W. Norton, 2000.

SKIDELSKY R., « *Keynes : the Return of the Master* », New York, Public Affairs, 2009.

SPANTIG K., « *Keynesian Dominance in Crisis Therapy* », *Review of Political Economy*, 2014, Vol. 26, n° 3, pp. 426-448.

SPETH C., « *La matrice SWOT et la stratégie d'entreprise* », Namur, 50 Minutes, *Gestion & Marketing*, n° 21, 2014.

STIGLITZ J. E. & al., « *Principes d'économie moderne* », 3^e éditions, Groupe de Boeck, 2007.

WAPSHOTT N., « *Keynes Hayek : The Clash That Defined Modern Economics* », New York, W. W. Norton & Company Ltd., 2011.

WHITE L. H., « *The Clash of Economic Ideas : The Great Policy Debates and Experiments of the Last Hundred Years* », Cambridge, Cambridge University Press, 2012.

ZOUACHE A., « *Le problème de la coordination dans la controverse Hayek-Keynes* », *Recherches économiques de Louvain* 2003/4, Vol. 69, pp. 459-480.

Références internet :

Banque de France, « Revue de la stabilité financière », n° 9, 2006.
<https://publications.banque-france.fr/decembre-2006-0>. Consulté le 23 juin 2017.

BERNANKE B., « *On Milton Friedman's Ninetieth Birthday* ». Lors d'une conférence en l'honneur de Milton Friedman. *Chicago, Illinois, University of Chicago*, 2002,
<https://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2002/20021108/>. Consulté le 17 juillet 2017.

BERNANKE B. S., « The Crisis and the Policy Response », Site officiel de la Réserve Fédérale, 2009,
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>. Consulté le 06 mai 2017.

CLERC D., « 1922-1924 : l'hyperinflation allemande », *Alternative Economique*, 1994, n°114.
<https://www.alternatives-economiques.fr/1922-1924-lhyperinflation-allemande/000138> . Consulté le 26 avril 2017.

Finance de marché, « *Aléa Moral* ». <http://financedemarche.fr/definition/alea-moral>. Consulté le 25 juin 2017.

FRED, Federal Reserve Economic Data, St. Louis Fed. « *Interest Rates, Discount Rate for United States* ». <https://fred.stlouisfed.org/series/INTDSRUSM193N>. Consulté le 29 juillet 2017.

FRED, Federal Reserve Economic Data, St. Louis Fed. « *Discount Rates, Federal Reserve Bank of New York for United States* ». <https://fred.stlouisfed.org/series/M13009USM156NNBR>. Consulté le 30 juillet 2017.

GUNN E. P., « *AIG: Aggressive. Inscrutable. Greenberg. The man called Hank has run this big insurer since Mantle was playing, and his batting average is definitely all-star. Next question: Will he outlast Cal Ripken?* », *Fortune Magazine*, 1998.
http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/04/27/241464/index.htm. Consulté le 03 avril 2017.

Official Website of the European Central Bank, « Euro foreign exchange reference rates », en date du 19 septembre 2007, https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.en.html, consulté le 21 avril 2017.

Official Website of the Fed : About the FOMC : *Federal Open Market Committee*, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm>. Consulté le 06 juin 2017.

Official Website of the Fed : The Twelve Federal Reserve Districts and the Federal Reserve Banks. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/federal-reserve-system.htm>. Consulté le 15 avril 2017.

Official Website of the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Information for IndyMac Bank, F.S.B., and IndyMac Federal Bank, F.S.B., Pasadena, CA. <https://www.fdic.gov/bank/individual/failed/indymac.html>. Consulté le 18 juin 2017.

Official Website of the SEC : *U.S. Securities and Exchanges Commission*. <https://www.sec.gov/>. Consulté le 12 juin 2017.

Reuters Website : « *TIMELINE: A dozen key dates in the demise of Bear Stearns* », 2008. <http://www.reuters.com/article/us-bearstearns-chronology-idUSN1724031920080317>. Consulté le 04 mai 2017.

« *The Financial Crisis Inquiry Commission Report* », Official Government Edition, 2011. http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf. Consulté le 06 juin 2017.

The Official Web Site of The Nobel Prize, *The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*, 1974, http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/1974/. Consulté le 06 mai 2017.

US Inflation Calculator, Find US dollar's value from 1913-2017. Calculateur de l'inflation américaine entre deux dates, <http://www.usinflationcalculator.com>. Consulté le 02 avril 2017.

Tableau synthétique des interventions durant la crise

Interventions	Type	Forces	Faiblesses	Opportunités	Menaces	Hayek	Forces	Faiblesses	Opportunités	Menaces
L'achat de bons du trésor par la Fed	Keynes	Injection de liquidité	Coût pour la FED, bien négociable étant donné la liquidité élevée des bons du Trésor	Rassurer les marchés	Faiblesse du signal	Hayek	Intervention relativement négociable vu la liquidité élevée des bons du Trésor	Injection de liquidité	Rapprochement du taux d'intérêt du marché vers le taux d'intérêt naturel	Raïennissement du processus naturel d'assainissement
Le programme <i>Hope Now</i>	Hayek	Intervention bon marché	Diminution de la crédibilité du gouvernement auprès de ses électeurs	Programme win-win	Peu d'impact	Hayek	Accords avec le privé	Intervention négociable	Programme win-win	Renforcement de l'irresponsabilité
Le <i>Term Auction Facility</i>	Keynes/ Hayek	Réduit le stigmatisme	Aide non-immédiate	Injection de liquidités dans le système	La banque pourrait ne pas avoir les moyens de payer le surcoût de la désinflation.	Hayek	La Fed peut prêter à un taux déterminé par un marché.	Abus de pouvoir	/	Lutte contre l'inflation potentielle provoquée par la Fed
Les lignes de swap de devises	Keynes	Pas de risque de défaut des contreparties	/	Eviter l'augmentation du taux d'intérêt à court terme	/	Hayek	/	Intervention de la banque centrale à un niveau international	Puis de libertés individuelles, meilleure autorégulation du système	Decision temporaire
La relance budgétaire du gouvernement Bush	Keynes et Hayek	Mmeilleure répartition des revenus	Moins de fonds publics	Moins de saisies immobilières	Propension marginale à consommer	Hayek	Atténuation de la capacité d'intervention du gouvernement par une diminution de son budget.	/	Plus de libertés individuelles, meilleure autorégulation du système	Investissement et épargne forcés
La forte diminution du taux directeur de la Réserve Fédérale	Keynes	Application quasi instantanée et partout intervention bon marché	Politique mal vue par le Congrès	Augmentation de l'investissement	Stigmatisation de l'emprunt auprès de la Fed	Hayek	/	Déséquilibre du taux d'intérêt	Accélérateur de la fin d'un cycle	Hyperinflation
Le sauvetage de Bear Stearns	Keynes	Intervention rapide	Prêt de la Fed sans recours	Création d'une société renfermant les actifs de mauvaises qualité	Engagé dans une nouvelle sorte d'intervention	Hayek	/	Prêt « cadré » vers une banque d'investissement	/	Puissance d'une instance publique
Le sauvetage de Fannie Mae et Freddy Mac	Keynes	Sauvegarde des deux entreprises	Étaisation	Eviter des faillites collatérales	Vers une planification de l'économie ?	Hayek	Accès à la propriété privée	Étaisation	/	Perse de la liberté d'entreprendre
Le programme <i>Primary Dealer Credit Facility</i>	Keynes et Hayek	Augmentation du pouvoir de la FED	Signal de l'emprunt à la FED	Intervention directe auprès des banques d'investissement	Moins de marge de manœuvre pour intervenir auprès des banques commerciales	Hayek	Plus de distinction entre banques commerciales et banques d'investissement	Plus de pouvoir pour la Fed	/	Intervention grandissante de l'Etat
La faillite de Lehman Brothers	Hayek	/	Recherche d'une solution privée.	/	Vers un ultra-libéralisme ? Impact systémique	Hayek	Le privé doit trouver la solution	/	Vers le libre marché	/
Le sauvetage d'AIG	Keynes	Intervention de l'Etat	Taux de remboursement très élevé	Sauvetage d'un acteur économique essentiel.	Probabilité de défaut.	Hayek	/	Abus de position monopolistique	/	Enrichissement déloyal de l'Etat
Leplan Paulson initial	Keynes	Injection de liquidité dans le système en crise	Prix de rachat intermédiaire inférieur au prix à valeur réel des actifs	Eviter la crise économique	Aide insuffisante	Hayek	/	Prix de rachat intermédiaire inférieur au prix à valeur réel des actifs	/	L'Etat s'enrichit à travers la crise
La solution globale	Keynes	Action massive	Action tardive	Enlèvement de la crise	Dernière chance ?	Hayek	/	L'Etat spéculatif	Dernière chance !	Raïennissement du processus d'assainissement du marché