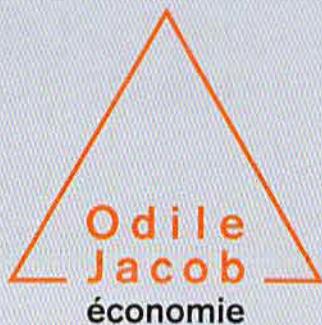


Pascal Salin

Revenir
au capitalisme

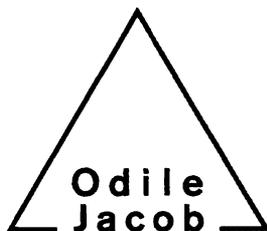
Pour éviter les crises



REVENIR
AU CAPITALISME...
pour éviter les crises

PASCAL SALIN

REVENIR
AU CAPITALISME...
pour éviter les crises



© ODILE JACOB, JANVIER 2010
15, rue Soufflot, 75005

www.odilejacob.fr

ISBN : 978-2-7381-2326-8

Le Code de la propriété intellectuelle n'autorisant, aux termes de l'article L. 122-5, 2° et 3°a, d'une part, que les « copies ou reproductions strictement réservées à l'usage privé du copiste et non destinées à une utilisation collective » et, d'autre part, que les analyses et les courtes citations dans un but d'exemple et d'illustration, « toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite sans le consentement de l'auteur ou de ses ayants droit ou ayants cause est illicite » (art. L. 122-4). Cette représentation ou reproduction, par quelque procédé que ce soit, constituerait donc une contrefaçon sanctionnée par les articles L. 335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

*Pour Hector,
mon petit-fils,
avec l'espoir qu'il puisse vivre
dans un monde de liberté*

Introduction

La Grande Crise, cette expression désignait jusqu'à présent la fameuse crise qui a débuté en 1929 et qui s'est étalée pratiquement tout au long des années 1930. Peut-être l'ambiguïté régnera-t-elle désormais et sera-t-on tenté, en utilisant cette expression, de se référer ainsi à la crise des années 2007-2009 (et, peut-être, des années qui suivent). Même si, au moment où nous écrivons ces lignes, il est difficile de savoir si la crise récente se prolongera aussi longtemps que la première, il est indéniable qu'elle est profonde et de grande ampleur. À propos de ces deux épisodes, en tout cas, on retrouve les mêmes interprétations. Qui n'a pas été éduqué dans l'idée – devenue presque une vérité officielle – que la Grande Crise des années 1930 constituait un exemple éclatant de l'instabilité fondamentale du capitalisme ? N'a-t-on pas répété à l'envi que la sortie de crise n'a été possible que grâce au New Deal du président Franklin Roosevelt ? Cette politique a consisté en particulier à appliquer par anticipation les recettes qui devaient ensuite être théorisées par John Maynard Keynes et qui préconisaient essentiellement d'accroître les dépenses publiques et de pratiquer d'importants déficits budgétaires. Bien que dominantes, ces idées sont fausses,

comme cela a été démontré de manière rigoureuse par un certain nombre d'économistes de grand talent.

Il est donc extrêmement regrettable de voir renaître exactement les mêmes idées, les mêmes préjugés, les mêmes erreurs à l'occasion de la grande crise récente. Quelle est en effet l'opinion dominante ? Elle consiste à prétendre que les marchés sont nécessairement instables, que les politiques de déréglementation financière engagées dans les années 1980 ont accru cette instabilité, que la crise a été provoquée par la cupidité de banquiers capitalistes, seulement soucieux de maximiser leurs gains de court terme aux dépens de l'intérêt général. Bref, la crise démontrerait donc bien que le capitalisme serait à la fois immoral et destructeur. De telles idées ouvrent alors un boulevard à l'interventionnisme étatique. En effet, dès lors que les marchés seraient incapables de garantir les équilibres macroéconomiques, il faudrait que les États interviennent davantage pour réglementer les activités des opérateurs sur les marchés et pour rétablir les grands équilibres. C'est ainsi qu'en 2009 les dirigeants des principaux pays du monde ont coordonné leurs efforts pour introduire de nouvelles réglementations dans le secteur financier et qu'ils ont mis en place ce qu'ils appellent des « plans de relance » consistant à accroître, souvent de manière considérable, les dépenses publiques, conformément aux préceptes d'inspiration keynésienne.

Ce schéma d'interprétation a été presque universellement accepté. Il a été véhiculé par un nombre astronomique d'articles de presse, d'émissions de radio et de télévision ou de livres et, bien sûr, adopté avec enthousiasme par les hommes de l'État qui ont vu dans la crise une opportunité extraordinaire pour jouer un rôle majeur et pour apparaître comme les sauveurs du monde. La réalité est pourtant diamétralement opposée à ce schéma, et c'est précisément pour le

montrer que le présent livre a été écrit. Un autre regard est nécessaire, fondé à la fois sur une analyse théorique rigoureuse et sur l'observation correcte des faits. Il apparaît alors que, contrairement à l'opinion dominante, *les causes principales de la crise proviennent de l'interventionnisme étatique*. Celles-ci sont nombreuses et il n'est pas toujours évident de démêler l'écheveau complexe des phénomènes ; mais nous avons essayé de montrer comment ils s'articulent les uns par rapport aux autres. La conclusion suivante semble alors évidente : l'interventionnisme étatique a déstabilisé les marchés et provoqué la crise. Et puisqu'il en est ainsi, *c'est du bon fonctionnement des marchés qu'il faut attendre la sortie de crise et non d'un renforcement de l'interventionnisme étatique* qui ne peut guère faire autre chose que de perpétuer les déséquilibres.

Le présent livre n'a pas pour but de donner un compte rendu événementiel de la crise des années 2007-2009. Nous avons en revanche pour objectif de nous appuyer sur ces événements pour illustrer une analyse plus générale des crises économiques et financières et pour démontrer qu'il existe des instruments théoriques rigoureux pour la compréhension des crises économiques du monde moderne. Au-delà des épisodes tirés de l'actualité économique récente, nous voudrions inciter le lecteur à abandonner les préjugés habituels et les analyses inadaptées, en particulier celles qui s'inscrivent dans la tradition keynésienne. La crise récente aura été utile si elle permet un changement radical de paradigme. Si l'on s'y refuse, on verra nécessairement les crises renaître de manière récurrente, non pas parce que le caractère cyclique de l'activité économique serait inhérent au fonctionnement des économies capitalistes, mais parce que les gouvernements font sans cesse les mêmes erreurs et, plus profondément, parce qu'ils ont largement détruit ce qui fait l'essence même du

REVENIR AU CAPITALISME...

capitalisme. Ils ont la prétention inouïe de vouloir réformer et moraliser le capitalisme. Il faudrait surtout souhaiter qu'en diminuant rapidement et profondément leurs pouvoirs, ils rendent possible une véritable restauration du capitalisme et de l'éthique qui en constitue le fondement.

CHAPITRE 1

Pour en finir avec les idées fausses sur les vraies causes de la crise

La crise financière et économique est un phénomène complexe dont il n'est pas facile de démêler les tenants et aboutissants tellement ses différents éléments sont interdépendants entre eux. Malheureusement, on a généralement tendance à s'en tenir à quelques observations simplistes ou superficielles consistant par exemple à se focaliser sur les bonus des financiers ou les parachutes dorés de certains dirigeants d'entreprises. Ces faits sont avérés, excitent l'imagination, mais ne permettent absolument pas de comprendre les causes profondes de la crise. Si l'on veut non seulement décrypter ce qui s'est passé, mais aussi éviter de nouvelles crises dans le futur, il est essentiel d'avoir une vue cohérente de l'ensemble du système à partir duquel la crise la plus récente est née et s'est développée.

Si la crise financière et économique de 2007-2009 résulte de la conjonction de plusieurs causes, celle sans laquelle les autres n'auraient pas pu exister réside dans *l'extraordinaire instabilité de la politique monétaire menée aux États-Unis*, mais aussi dans d'autres régions du monde. C'est d'ailleurs cette même cause que l'on retrouve dans toutes les

crises de l'époque moderne, et c'est pourquoi l'analyse de la plus récente peut être considérée comme une illustration particulière de phénomènes beaucoup plus généraux. C'est donc la politique monétaire qui retiendra d'abord notre attention, avant d'évoquer deux autres causes importantes de la crise récente, la politique du logement aux États-Unis et les méfaits de la réglementation financière. Il nous faudra aussi prendre du recul par rapport à ces événements et rechercher – ce qui sera fait dans le chapitre suivant – comment ils s'inscrivent dans une perspective plus large qui est celle du fonctionnement du capitalisme à notre époque. Faute d'accepter cet effort d'approfondissement, on risquerait de mal interpréter les phénomènes que l'on a connus, mais aussi de retomber ultérieurement dans les mêmes erreurs, avec les mêmes conséquences dommageables.

UNE POLITIQUE MONÉTAIRE
DÉSTABILISATRICE :
LA FED, LA BCE
ET LES AUTRES...

Il est habituel de dire que le capitalisme est fondamentalement instable et que le fonctionnement d'une économie de marché a nécessairement un caractère cyclique, qui se manifeste notamment par l'apparition régulière de crises financières. On ajoute évidemment, en corollaire, que la politique macroéconomique doit jouer le rôle éminent de stabiliser l'économie. On l'appelle d'ailleurs « politique de stabilisation ».

L'observation des faits peut sembler effectivement corroborer cette vision. Il ne suffit cependant pas d'observer, il

faut encore comprendre. Et peut-être sera-t-on placé sur le bon chemin de la réflexion en constatant tout d'abord qu'il y a eu un changement majeur dans la nature des crises au cours de l'histoire. Pendant la plus grande partie de la vie des hommes et pratiquement jusqu'au XIX^e siècle, les crises ont été dues à des phénomènes « naturels » ou, disons plutôt, non monétaires : des épidémies, des guerres, de mauvaises récoltes résultant des caprices du temps. Pourtant, la monnaie existait et elle jouait bien son rôle. Les crises monétaires n'existaient pas, elles, tout simplement parce que les variations dans la quantité de monnaie étaient faibles. La finance existait bien aussi, puisqu'il y avait des banques, des transferts d'épargne et des placements de toutes sortes. Mais les crises financières n'existaient pas, elles, parce que les taux d'intérêt étaient très stables. Des êtres humains innombrables avaient réussi, par leurs efforts et leur imagination, à réduire les causes principales d'instabilité économique du passé – sauf, il faut tout de même le reconnaître, celle qui était et qui reste d'origine étatique, à savoir les guerres. Pour leur part, les progrès de la médecine avaient permis d'éviter les grandes épidémies ; les progrès techniques dans l'agriculture avaient éliminé les famines et la diversification des activités les avait rendues moins dépendantes des aléas extérieurs.

Parallèlement à ces progrès fantastiques, un obstacle majeur est venu interrompre cette marche vers la stabilité économique : l'interventionnisme étatique dans les systèmes monétaires et financiers. La monnaie n'a jamais aussi mal joué son rôle que depuis l'époque – du XIX^e au XXI^e siècle – où sa gestion a été placée sous le contrôle des autorités monétaires. Il n'y a jamais eu dans l'histoire autant d'inflation et de crises monétaires qu'au cours de cette période. Et puisque la monnaie est gérée par des autorités publiques, il faut bien admettre que ce sont elles qui se sont rendues coupables de

l'instabilité monétaire. Ce caractère public n'empêche pas la banque centrale d'être éventuellement une entreprise privée. Ce fut le cas de la Banque de France jusqu'en 1936 et c'est encore le cas, dans une certaine mesure, du Federal Reserve System aux États-Unis (la Fed), puisqu'il est l'émanation des douze banques de réserve fédérales, qui appartiennent elles-mêmes à des banques privées. Mais toutes ces banques centrales, qu'elles soient publiques ou privées, font l'objet d'une législation spécifique, bénéficient de privilèges publics, sont contrôlées par les autorités publiques qui nomment généralement leurs dirigeants. Quels que soient les statuts précis des banques centrales et leurs pouvoirs, toutes ces dispositions sont à l'origine de la constitution d'un monopole monétaire d'origine publique : seules ont droit d'émettre de la monnaie les organisations qui appartiennent au système monétaire national, contrôlé et dirigé par la banque centrale, et l'utilisation d'autres monnaies par les résidents d'un pays est soit interdite soit limitée. En d'autres termes, la concurrence des monnaies est interdite ou limitée, si l'on veut bien – comme on le devrait – définir la concurrence par la liberté d'entrer sur un marché. Ainsi, loin de constituer une preuve du mauvais fonctionnement des économies capitalistes, il apparaît de manière éclatante que *les crises monétaires et financières sont le résultat d'une faillite des États et non d'une faillite du capitalisme et des marchés* ! Les événements des années récentes en donnent une illustration frappante.

Revenons d'abord un peu en arrière. Après la récession de 1992, la Fed s'est lancée dans une politique monétaire très expansionniste. Au cours de la période qui a suivi, le taux de croissance annuel de la masse monétaire (M3) a été d'environ 10 %, ce qui est considérable et ce qui impliquait un doublement de la quantité de monnaie circulant dans le monde à peu près tous les six ou sept ans. Bien évidemment, cette

politique a été accompagnée par des taux d'intérêt faibles ou même négatifs. Cela a provoqué la création d'une bulle spéculative qui s'est manifestée par une augmentation sensible des prix des biens de capital, des actifs, des biens fonciers et, bien sûr, des actions, puisque celles-ci représentent des droits de propriété sur ces actifs. Ainsi, si l'on considère un indice mondial des actions¹, on constate un sommet de l'indice à 240 en 2000 (sur une base 100 en 1995, ce qui implique bien une augmentation considérable en cinq ans), puis un creux à 120 en 2003 et une remontée presque jusqu'à 280 au milieu de 2007.

Or on n'a pas suffisamment porté d'attention à ce phénomène, ainsi que l'explique Jesus Huerta de Soto² : « Comme dans les années "ronflantes" qui ont précédé la Grande Dépression de 1929, le choc dû à la croissance monétaire n'a pas significativement influencé les prix du sous-ensemble de biens et services situés au niveau du consommateur final de la structure de production... Au cours de la décennie passée [les années 1990], comme au cours des années 1920, il y a eu une augmentation remarquable de la productivité résultant de l'introduction à une échelle massive de nouvelles technologies et d'innovations entrepreneuriales significatives, qui, en l'absence de l'"orgie de monnaie et de crédit", auraient donné lieu à une réduction saine et durable du prix unitaire de tous les biens et services consommés par les citoyens. En outre, l'incorporation complète d'économies comme celles de la Chine et de l'Inde

1. Indice construit par Thorstein Polleit (« Credit crisis : Precursor of great inflation », Mises Institute, www.mises.org, *Mises Daily Article*, 7 février 2008) d'après des chiffres de Bloomberg.

2. Jesus Huerta de Soto, « Financial crisis and recession », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 10 juin 2008.

dans le marché globalisé a également augmenté encore davantage la productivité dans la production des biens de consommation. L'absence d'une saine "déflation" des prix des biens de consommation au cours d'une période de croissance considérable de la productivité, comme celle des années récentes, apporte la preuve principale que le choc monétaire a sérieusement troublé le processus économique. »

Ces remarques sont très importantes. En effet, à peu près tout le monde, en dehors des économistes de l'école « autrichienne » (dont nous évoquerons les thèses au chapitre 3), est habitué à une approche globale des phénomènes économiques et c'est ainsi que l'on définit, à la suite d'un Milton Friedman aussi bien que d'un John Maynard Keynes, le taux d'inflation comme l'augmentation du prix des biens de consommation. Or s'il y a, comme ce fut le cas au cours des années 1990, mais aussi au début du XXI^e siècle, des gains de productivité importants dans la production de ces biens, on n'est pas alerté par le phénomène inflationniste – le seul auquel on prête attention, avec le taux de chômage – lorsque l'indice des prix des biens de consommation reste à peu près stable ou augmente faiblement : on n'aura pas le sentiment que la politique monétaire est trop expansionniste si, par exemple, les prix augmentent de 2 ou 3 % par an¹. Pourtant, un tel taux est considérable si intervient, par exemple, une augmentation moyenne de la productivité dans le secteur des

1. En réalité, même dans une perspective de pensée un peu traditionnelle, on devrait se préoccuper d'un tel « taux d'inflation ». En effet, dire que les prix des biens de consommation augmentent de 2 ou 3 % par an signifie que le pouvoir d'achat de la monnaie, exprimé en termes de biens de consommation, diminue d'autant chaque année, ce qui n'est absolument pas négligeable. Ainsi, avec un taux d'augmentation des prix de 3 % par an, 100 unités monétaires qui permettaient d'acheter un « panier de marchandises » initialement ne permettent plus d'acheter que la moitié de ce panier au bout de vingt-trois années.

biens de consommation de 3 à 5 % par an. Par ailleurs, pour des raisons qui ont été bien expliquées par les auteurs de l'école autrichienne (voir ci-dessous, chapitre 3), il est normal, dans des situations de croissance monétaire forte, que les excès de création monétaire se déversent particulièrement sur les marchés d'actifs, de matières premières, de biens capitaux ou de biens fonciers dont les prix augmentent beaucoup plus que ceux des biens de consommation. Au lieu de s'en préoccuper, on admire, bien souvent, l'augmentation rapide des prix de l'immobilier ou des actions. Ceux qui détiennent de tels avoirs ont le sentiment d'un enrichissement facile et rapide et peu à peu tout le monde se précipite, y compris les retardataires, pour prendre sa part dans cette grande fête de l'enrichissement sans peine. On a le sentiment, contrairement à toute logique économique, qu'il est possible d'accroître sa richesse sans avoir à supporter le sacrifice qu'implique normalement la constitution de toute épargne. Telle est l'une des grandes illusions créées par la politique monétaire expansionniste. Or les illusions ne peuvent jamais durer longtemps. Et lorsque la politique de bas taux d'intérêt et de forte expansion monétaire prend fin, on assiste inéluctablement à l'explosion de la « bulle financière ». C'est la crise.

C'est bien ce schéma qui s'est réalisé au cours des années 2000 du fait d'une politique monétaire catastrophique menée par les autorités monétaires américaines et, plus précisément, par celui qui était apparu pendant longtemps comme un formidable demiurge de la monnaie, le président du Federal Reserve Board, Alan Greenspan. Quelques chiffres caractéristiques de l'évolution du taux d'intérêt l'illustrent de manière frappante. Observons tout d'abord l'évolution du « taux des fonds fédéraux ». Ce taux constitue en fait un objectif de politique monétaire de la

Fed, qui ne le fixe pas directement, mais qui essaie de l'atteindre en achetant ou en vendant des actifs sur le marché, c'est-à-dire en faisant ce que l'on appelle une « politique d'*open market* ». Ce taux détermine les conditions auxquelles les établissements de crédit se prêtent mutuellement des liquidités à court terme et il influence évidemment les autres taux d'intérêt.

Les banques doivent en effet détenir des réserves auprès de la Fed et celles qui ont des réserves excédentaires prêtent aux autres à un taux qui est le *federal funds rate*. Par ailleurs, la Fed pratique des opérations d'*open market* – achats et ventes d'actifs financiers – à un taux qui est le taux d'escompte. Ce taux est généralement supérieur au *federal funds rate* pour inciter les banques à se procurer des réserves directement sur le marché interbancaire et non auprès de la Fed. En diminuant le taux d'escompte, la Fed incite donc les banques à lui emprunter directement. C'est donc sans doute le taux d'escompte qui est le plus significatif car c'est lui qui détermine le niveau global des réserves, alors que le *federal funds rate* détermine seulement l'échange de liquidités – c'est-à-dire de réserves auprès de la Fed – entre banques (les banques ayant toujours intérêt à prêter leurs réserves excédentaires, c'est surtout sur la demande de réserves que joue ce taux). Mais la Fed atteint son objectif de *federal funds rate* précisément par une politique d'*open market* : en fournissant plus de liquidités aux banques, elle crée des réserves excédentaires que les banques offrent sur le marché interbancaire, faisant ainsi diminuer le *federal funds rate*. C'est ainsi que de la nouvelle monnaie entre dans l'économie (création au multiple à partir des réserves créées).

Le taux des fonds fédéraux (*federal funds rate*), qui était de 8 % en juillet 1991, avait été ramené à 3 % en septembre 1992. Il avait ensuite effectué une remontée progres-

sive pour atteindre 6 % en 2000, époque de l'éclatement de la « bulle Internet ». Pour lutter contre le ralentissement économique lié à cet événement, les autorités monétaires ont rapidement diminué ce taux, puisqu'il n'était plus que de 1,25 % en novembre 2002, et même de 1 % en juin 2003. C'est ainsi qu'a été lancé un nouvel épisode du cycle monétaire et financier, celui qui devait aboutir à une crise en 2007-2008. À partir de juin 2004, une lente remontée devait commencer jusqu'à ce que le taux atteigne 5,25 % en juin 2006. Il devait ensuite amorcer une chute spectaculaire à la suite du déclenchement de la crise monétaire, puisqu'il passait à 4,75 % en septembre 2007, avant d'atteindre le montant invraisemblable de 0,25 % en décembre 2008 !

Il faut bien être conscient du fait que passer ainsi en quelques années de 8 à 3 %, puis de 3 à 6 %, de 6 à 1 %, de 1 à 5,25 %, avant de tomber finalement à 0 % constitue la plus extraordinaire et irresponsable variabilité de taux d'intérêt que l'on puisse imaginer. Jamais une telle variabilité n'aurait pu se produire si les taux d'intérêt avaient été librement fixés sur les marchés financiers sans intervention arbitraire des autorités monétaires. *La politique monétaire américaine a été le plus grand facteur d'instabilité économique des deux dernières décennies et le facteur déterminant de la crise financière !* En effet, le taux d'intérêt – qu'on peut considérer, ainsi que nous le rappelons ultérieurement, comme le prix du temps – joue un rôle fondamental dans la vie économique, en particulier parce qu'il influence les décisions d'épargne et d'investissement. Il est évident que les variations considérables de ce taux d'intérêt ne reflétaient en rien les évolutions normales de l'appréciation du temps par les individus, c'est-à-dire de leurs désirs d'investir et d'épargner. En manipulant de manière aussi fantastique et fantasque le taux d'intérêt, les autorités monétaires ont introduit le virus du déséquilibre

dans le fonctionnement des marchés financiers. Il est donc d'autant plus étonnant d'entendre proclamer la faillite des marchés à propos de la crise financière que tout le monde devrait unanimement s'élever contre la faillite des autorités publiques ! Il est par ailleurs très inquiétant de constater qu'un système monétaire comme celui des États-Unis est construit de manière telle qu'un homme seul, ou presque seul, Alan Greenspan, peut provoquer des bouleversements sur les marchés financiers et dans l'économie réelle mondiale aussi démesurés que ceux des années 2007-2009 ! C'est cela que nous devons méditer lorsque nous nous interrogerons sur les conséquences à tirer de ces événements.

La période de bas taux d'intérêt a évidemment coïncidé avec une période de forte création de monnaie (et, en contrepartie, de crédits puisqu'il n'y a pas de création monétaire sans création de crédits). Ainsi, comme le souligne George Reisman¹ : « Au cours de la période de temps entre 2001 et 2008, la Fed a provoqué une augmentation dans l'offre de monnaie de plus de 70 % du montant total cumulé qu'elle avait créé au cours de la totalité des quatre-vingt-huit années de son existence, c'est-à-dire presque 2 000 milliards de dollars ! » En outre, la Fed a permis aux banques de fonctionner avec seulement 2 % de réserves. Elle a ainsi délibérément cherché à imposer des taux d'intérêt réels négatifs. Certes, les taux d'intérêt sur les marchés n'ont pas connu des fluctuations aussi spectaculaires que celles du taux des *federal funds*. Il est en tout cas certain que la Fed, inspirée implicitement par des principes de type keynésien en faveur de la stimulation de la demande globale, voulait que les gens dépensent toujours plus et elle a pour cela rendu le crédit abondant et

1. « The myth that laisser-faire is responsible for our present crisis », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 23 octobre 2008.

peu coûteux. La grande illusion keynésienne selon laquelle la politique monétaire peut être utilisée pour stimuler l'activité économique a été à l'origine de la crise majeure de notre époque. Ce qui n'empêche pas la plupart des commentateurs de proclamer la victoire des idées keynésiennes en l'occurrence !

Ben Bernanke – qui a succédé à Alan Greenspan à la tête de la Fed – rend l'extérieur responsable des bas taux d'intérêt longs. D'après lui, une forte épargne en Chine et dans d'autres pays émergents a conduit à un excédent de capital qui est allé se placer aux États-Unis en grande partie et a exercé une pression à la baisse des taux d'intérêt longs. Cela aurait favorisé la bulle financière. Même s'il est impossible de savoir dans quelle mesure les taux d'intérêt du marché, à court, moyen et long terme, ont été affectés, respectivement, par la politique monétaire américaine et par l'abondance d'épargne de certains pays émergents, il n'en reste pas moins que les taux d'intérêt auraient été beaucoup moins variables et beaucoup moins faibles – au cours de la période 2002-2004 – en l'absence de cette politique monétaire expansionniste. La politique de la Fed (taux des *federal funds* à 1 % de juin 2003 à juin 2004), a en tout cas provoqué un boom des prix des matières premières dans le monde (pétrole et autres) et augmenté les revenus de la Russie et des pays du Moyen-Orient. De ce point de vue, elle a pu contribuer à augmenter l'épargne disponible de ces pays. En Chine, l'épargne a été importante, comme elle l'est de manière constante depuis beaucoup d'années, à cause des besoins de précaution (financement des études supérieures des enfants, retraite, etc.) et de la faible disponibilité du crédit à la consommation.

Certes, l'épargne est assez abondante dans certaines parties du monde (Chine, Moyen-Orient, etc.), mais elle est recyclée sur le marché mondial, soit sous forme de

crédits, soit sous forme de placements en actions ou en bons du Trésor, mais sans constituer le plus souvent une épargne responsable en fonds propres pourvus de pouvoirs de décision ; autrement dit, cette épargne n'a pas beaucoup servi à renforcer le capitalisme dans le monde – ce qui impliquerait une forte augmentation des fonds propres et donc un rôle plus important des propriétaires capitalistes responsables – mais elle a contribué au développement d'une économie d'endettement.

Il est vrai que l'on a assisté à partir de 2005 à un phénomène particulier : la remontée des taux d'intérêt à court terme n'a pas été accompagnée par une remontée parallèle des taux d'intérêt à long terme, au point que ceux-ci sont devenus inférieurs aux taux à court terme, contrairement à ce qui devrait se passer normalement. Ce phénomène s'est accompagné d'une augmentation sensible des flux de capitaux des pays émergents, en particulier la Chine, vers les États-Unis. On peut l'interpréter de la manière suivante : dans le climat d'euphorie qui persistait alors et compte tenu des habitudes prises consistant à s'endetter et non à épargner, la demande de financement est restée forte, aussi bien pour l'immobilier des ménages que pour les investissements privés, sans oublier d'importants déficits publics. La raréfaction des sources de financement intérieures du fait du resserrement de la politique monétaire a tout naturellement conduit le système financier américain à se procurer des ressources de financement à l'extérieur.

En tout cas, si l'analyse de Ben Bernanke était correcte, elle permettrait d'expliquer en partie pourquoi les taux d'intérêt ont été bas dans le monde (du fait de l'abondance d'épargne) de manière durable, mais pas pourquoi ces taux ont beaucoup varié en quelques années. Dans les périodes où ils ont été particulièrement faibles, cela traduisait non pas

seulement une abondance d'épargne, mais une abondance de liquidités, créées en contrepartie d'une épargne purement fictive. Si la politique monétaire avait été stable, la pression à la baisse des taux d'intérêt exercée par l'importance de fonds prêtables disponibles en provenance de certains pays émergents aurait été parfaitement saine : les taux d'intérêt auraient reflété exactement la rareté relative des fonds prêtables, c'est-à-dire l'influence de la demande et de l'offre de fonds prêtables dans le monde. Par ailleurs, cette pression à la baisse des taux d'intérêt en provenance de certains pays émergents aurait été plus ou moins compensée par la faiblesse de l'épargne dans beaucoup de pays (par exemple aux États-Unis).

Les faits que nous venons de rappeler sont indéniables et ils soulignent la responsabilité majeure des autorités monétaires américaines dans la naissance de la crise. Alan Greenspan, qui fut président du Federal Reserve System de 1987 à 2006, a pendant longtemps été considéré comme un oracle infallible et un magicien de la monnaie. Ce sont pourtant ses propres décisions qui ont été à l'origine de la crise. Cela peut paraître particulièrement ironique si l'on prend la peine de lire ce qu'il avait écrit, bien longtemps avant d'occuper cette haute fonction, à une époque où il affirmait ses convictions libertariennes : dans l'ouvrage de la grande philosophe américaine Ayn Rand, *Capitalism. The unknown ideal*, en effet, on peut trouver un chapitre écrit par son ami Alan Greenspan¹. Il explique que, sous un régime d'étalon-or, l'expansion monétaire était limitée par le niveau des réserves en or, de telle sorte que les récessions étaient modérées et de courte durée. Mais, la création du Federal Reserve System en 1913 a rendu

1. « Gold and economic freedom », in Ayn Rand, *Capitalism. The unknown ideal*, New York, New American Library, Signet Books, 1967.

possible une expansion monétaire beaucoup plus importante, comme cela fut le cas en 1927, provoquant ensuite la Grande Crise des années 1930. Il faut croire qu'Alan Greenspan a mis toute son énergie à prouver dans les faits l'exactitude de ses propos anciens, en faisant de la Fed l'instrument de la catastrophe financière, non seulement des États-Unis, mais du monde. Malheureusement, au lieu de le reconnaître, l'intéressé préfère se dédouaner. Il n'hésite pas pour cela à renier ses anciennes convictions, celles-ci ayant sans doute moins de valeur à ses yeux que la défense de sa propre personne. Ainsi, au cours de son audition, le 23 octobre 2008, par un comité de la Chambre des représentants américaine chargé de déterminer les causes de l'effondrement boursier, Alan Greenspan a, comme l'écrit le *New York Times*, « admis qu'il avait eu tort de faire confiance au marché pour réguler le système financier sans un contrôle supplémentaire du gouvernement ». C'est ainsi qu'il a déclaré : « J'ai fait une erreur en comptant sur l'intérêt privé des organisations, principalement des banquiers, pour protéger leurs actionnaires [...]. Ceux d'entre nous qui comptaient sur l'intérêt des établissements de crédit pour protéger les actionnaires (en particulier moi-même) sont dans un état de choc et d'incrédulité [...]. J'ai trouvé une faille dans l'idéologie capitaliste. Je ne sais pas à quel point elle est significative ou durable, mais cela m'a plongé dans un grand désarroi [...]. La raison pour laquelle j'ai été choqué, c'est que l'idéologie du libre marché a fonctionné pendant quarante ans, et même exceptionnellement bien. »

Ces déclarations ont eu un grand retentissement. Curieusement, on en a souvent tiré la conclusion que si quelqu'un comme lui, considéré comme un défenseur inconditionnel des marchés, était forcé de mettre en doute les vertus du marché, c'était bien la preuve qu'effectivement les

marchés ne sont pas suffisamment autorégulés et qu'une intervention étatique est nécessaire. Ainsi, l'oracle des années précédentes restait tout de même un oracle respectable. Il est pourtant évident qu'Alan Greenspan n'avait pas d'autre moyen pour s'exonérer de sa propre responsabilité et de ses erreurs passées que d'accuser – à tort – les marchés. Il n'y a donc aucune raison d'accepter ses jugements sur le fonctionnement des marchés.

Mais on peut cependant reconnaître que la tâche d'un président de la Fed est délicate. En effet, d'après la loi, la Fed a la double responsabilité de rechercher la stabilité des prix et de promouvoir une croissance économique soutenable et l'emploi. Son président redoute donc la pression politique et la pression de l'opinion s'il s'intéresse uniquement à la stabilité des prix. C'est pourquoi Alan Greenspan prétend qu'il a maintenu de bas taux d'intérêt pour éviter une « déflation¹ ». Mais au troisième trimestre de 2003, après le deuxième tour de réductions d'impôts du président Bush, la croissance en termes annuels était de 7,5 % et les taux d'intérêt réels négatifs. Pourtant, la Fed pratiquait une politique monétaire trop expansionniste sans s'en inquiéter. En effet, son indice des prix ne reflétait pas la réalité des choses, par exemple en ne tenant pas suffisamment compte du prix des logements, mais plus généralement parce qu'il ne constituait pas un indice suffisant des excès de création monétaire. Pour cela il aurait mieux valu prendre en compte l'augmentation de la masse monétaire et l'augmentation des prix des actifs. Mais Alan Greenspan a toujours pensé que la

1. Il faut faire attention à l'emploi de ce terme. En effet, il signifie qu'il y a baisse des prix (mais encore faudrait-il se demander de quels prix il s'agit) ; on confond cependant souvent déflation et dépression, alors que l'une n'implique pas l'autre. Nous reviendrons sur cette question ultérieurement.

Fed devait agir après l'explosion d'une bulle, mais pas avant, car il n'est pas possible de définir une bulle¹. Conformément à ce que nous verrons ultérieurement de manière plus précise, on peut considérer en ce sens qu'Alan Greenspan est plus proche des monétaristes (Milton Friedman et l'école de Chicago) que des « économistes autrichiens » (Ludwig von Mises et Friedrich Hayek) ; en effet, les « autrichiens » s'inquiètent de la création d'une bulle, les friedmaniens s'intéressent surtout aux effets dépressionnistes de l'après-bulle.

L'origine de la crise ne se trouverait donc pas seulement dans les décisions prises par un homme, le président de la Réserve fédérale, mais dans le système où il se trouve. En demandant à la banque centrale de veiller non seulement à la stabilité des prix, mais aussi à l'emploi et à l'activité économique, la loi américaine crée des ambiguïtés et des occasions d'erreurs. Comme il est écrit dans un éditorial du *Wall Street Journal* du 18 septembre 2007, « le travail d'une banque centrale, c'est la stabilité des prix. La combinaison des politiques Reagan-Volcker² a consisté à faire simultanément une politique monétaire restrictive et des baisses d'impôts, renversant ainsi la combinaison des années 1970 de politique monétaire facile et d'augmentation d'impôts ». Il y a donc un partage des tâches : comme il se doit, la politique monétaire a pour but d'empêcher l'inflation, mais encore faut-il savoir à partir de quand commencent les excès. La politique budgétaire a pour objet de

1. Cf. l'article de Jean-Marc Vittori, « Le procès Greenspan », *Les Échos*, 9 avril 2008.

2. Volcker était président de la Réserve fédérale au début des années 1980, à l'époque de la présidence de Ronald Reagan. Il a efficacement lutté contre l'inflation par une politique monétaire stricte.

maintenir une activité économique forte, ce qui implique d'ailleurs non pas de décider des déficits budgétaires, comme le soutiennent les keynésiens, mais des taux d'impôts faibles – en particulier pour les taux marginaux les plus élevés, par exemple dans le cas de l'impôt progressif sur le revenu – de manière à ne pas briser les incitations productives, comme le soutiennent les défenseurs de l'« économie de l'offre » (qu'il conviendrait plutôt d'appeler « économie des incitations »). C'est la politique fiscale de Ronald Reagan qui a permis aux États-Unis de connaître l'une des phases les plus prospères de son histoire¹. Mais une politique monétaire d'inspiration keynésienne est hélas venue interrompre cette formidable expansion.

L'ambiguïté qui existe dans la définition des tâches de la banque centrale aux États-Unis et la marge de manœuvre trop large qu'elle laisse à son président et aux membres de son *board* n'existe heureusement pas dans les statuts de la Banque centrale européenne (BCE). Comme on le sait, celle-ci a une seule mission, celle d'empêcher une trop forte inflation. Est-ce pour cette raison ou est-ce à cause de la personnalité de son gouverneur, Jean-Claude Trichet ? Toujours est-il que la politique monétaire de la BCE au cours des années 2000 a été un peu moins déstabilisante que celle de la Fed. Il n'en reste pas moins qu'on trouve pour la zone euro à peu près la même évolution qu'aux États-Unis. Le taux directeur de la BCE a suivi les fluctuations du taux des *federal funds* américains, parfois avec un

1. Nous l'avons souligné dans notre ouvrage, *Français, n'ayez pas peur du libéralisme*, Paris, Odile Jacob, 2007. L'arrivée de la crise financière et économique ne modifie en rien notre appréciation de cette situation, bien au contraire, de même que nous croyons, plus que jamais, qu'il « ne faut pas avoir peur du libéralisme ».

certain retard. Il a atteint son minimum, soit 2 %¹, en 2003, alors que le taux des *federal funds* était à 1 %. Il est resté à ce niveau de 2 % en 2004-2005, alors même que le taux américain remontait au cours de cette période, dépassait le taux européen et atteignait même près de 4 % à la fin de 2005. La politique monétaire européenne a donc incontestablement été très expansionniste au cours de toute la période 2001-2006, contribuant à inonder le monde de liquidités et de crédits. Par conséquent, si la Fed porte une responsabilité majeure dans l'éclatement de la crise monétaire et financière, il serait tout à fait excessif de vouloir exonérer la BCE de toute responsabilité, de même d'ailleurs que la banque centrale du Japon qui a, elle aussi, maintenu des taux d'intérêt excessivement bas au cours de toute cette période.

Or, il est intéressant de rappeler que la BCE a été bien souvent la cible des attaques de nombreuses personnalités politiques, de droite comme de gauche, en particulier en France, car on lui reprochait de ne pas pratiquer une politique d'argent facile, censée être indispensable pour stimuler l'économie. Cette croyance dans la possibilité d'utiliser l'instrument monétaire pour agir sur la croissance et l'activité économique est l'une des illusions constamment et dangereusement maintenues dans un monde politique où la compétence en économie n'est pas la vertu essentielle².

1. Il s'agit de ce que l'on appelle le taux de refinancement, c'est-à-dire le taux auquel les banques peuvent emprunter à la BCE. Pour sa part, le taux des dépôts (des banques auprès de la BCE) était égal à 1 % au cours de cette période.

2. Nous reviendrons sur cette question dans le chapitre 5. Pour comprendre pourquoi la politique monétaire est incapable de stimuler la croissance, on peut aussi se reporter à notre ouvrage, *La Vérité sur la monnaie*, Paris, Odile Jacob, 1990.

Il est également intéressant de se demander pourquoi on trouve une telle corrélation entre les politiques monétaires des principales zones monétaires du monde. On peut tout d'abord penser qu'il existe une autorité de décision jouant un rôle de leader, à savoir les autorités monétaires américaines. Cette interprétation serait renforcée par l'observation, signalée ci-dessus, que la politique monétaire de la BCE semble avoir suivi la politique monétaire américaine avec un certain décalage. Mais encore faudrait-il se demander ce qui justifie ce comportement d'imitation de la part des banques centrales non américaines. Il se peut, par exemple, que les autorités européennes aient eu peur qu'en maintenant un taux d'intérêt trop élevé par rapport aux taux américains, il y ait un afflux de capitaux en Europe et une appréciation « excessive » de l'euro par rapport au dollar. Or l'appréciation d'une monnaie est souvent redoutée car on craint qu'elle entraîne une diminution des exportations et, sensible aux thèses d'inspiration keynésienne, on craint que cela se traduise par un ralentissement économique. Mais ce serait dire que, contrairement aux dispositions statutaires de la BCE, selon laquelle elle a pour seul objectif d'empêcher l'inflation, elle se préoccuperait implicitement d'un autre objectif, le niveau du taux de change, par crainte des critiques de l'opinion et du monde politique. Cette dualité d'objectifs ne peut pas conduire au succès puisqu'on ne dispose que d'un instrument, la politique monétaire, pour atteindre deux objectifs, ce qui est impossible. C'est pourquoi la politique monétaire peut prendre des chemins erratiques, selon que l'on se focalise sur l'un ou sur l'autre objectif.

Ce qui s'est passé au cours des années récentes est instructif pour le futur. En effet, on entend maintenant constamment des voix réclamer une coordination des politiques monétaires entre les grands pays. Or c'est en fait ce qui

s'est passé dans les premières années du XXI^e siècle, malheureusement... Car la synchronisation des politiques monétaires n'a fait qu'aggraver l'excès de liquidités et donc la crise monétaire et financière qui devait fatalement en résulter. N'aurait-il pas mieux valu, par exemple, que la BCE prenne ses décisions de manière totalement indépendante, sans prendre en considération la politique monétaire américaine ? Elle aurait rendu plus difficile le financement des banques et institutions financières de sa zone d'influence, l'eurozone, et elle leur aurait donc évité de prendre des risques excessifs pour placer leurs liquidités surabondantes. La crise monétaire et financière en aurait été atténuée en Europe. En d'autres termes, la concurrence est toujours bonne parce qu'elle incite les entreprises et les individus à se différencier, chacun essayant de faire mieux que les autres. Elle est également bonne entre institutions et autorités monétaires, pour les mêmes raisons. Plutôt que de faire une politique monétaire proche de celle des États-Unis, pourquoi les autorités monétaires européennes ne feraient-elles pas une autre politique, celle que l'on pourrait considérer comme « meilleure », en l'occurrence une politique monétaire plus stable et moins expansionniste ?

La cause majeure de la crise monétaire et financière des années 2000 – comme, d'ailleurs, de toutes les crises de l'époque moderne – se trouve de manière indubitable dans l'instabilité de la politique monétaire, en particulier celle des États-Unis. La croissance excessive des crédits d'origine monétaire qui ne correspondent pas à une épargne effective, mais à une création de crédits à partir de rien, conduit à l'apparition de « bulles financières ». On les appelle un peu trop facilement des « bulles spéculatives », comme si elles apparaissaient spontanément sur les marchés financiers du fait de l'incapacité des opérateurs à anticiper correctement le

futur et de leur comportement moutonnier qui les inciterait à s'engager dans une sorte de cercle vicieux illimité par lequel ils anticiperaient indéfiniment des hausses de prix des actifs financiers ou immobiliers jusqu'à la catastrophe finale. C'est ce qu'Alan Greenspan avait baptisé, selon sa formule célèbre, une « exubérance irrationnelle des marchés ». En détournant l'attention de l'opinion vers ces boucs émissaires que sont facilement les « spéculateurs », on exonère du même coup les vrais coupables, à savoir les autorités monétaires. Mais expliquer la crise par le comportement irrationnel des spéculateurs n'est pas intellectuellement satisfaisant. Il s'agit en effet d'une explication *ad hoc* et non d'une analyse rigoureuse des causes et des conséquences. Comment, en effet, expliquer pourquoi les spéculateurs adopteraient tout d'un coup un comportement irrationnel conduisant à une fuite en avant illimitée ? Il faut bien pour cela qu'il y ait un changement dans leur environnement. Et ce changement c'est celui de la politique monétaire.

Certes, les bulles ont existé, certes on peut se demander, comme nous le ferons ultérieurement, pourquoi les opérateurs des marchés immobiliers et financiers n'ont pas été, malgré tout, plus lucides et plus prévoyants. Il n'en reste pas moins que ces « bulles » n'auraient jamais vu le jour sans le laxisme de la politique monétaire américaine, européenne ou japonaise. Les « bulles » sont une conséquence inévitable des excès de crédits d'origine monétaire, mais leurs caractéristiques particulières dépendent de facteurs spécifiques. Selon les cas, en effet, les bénéficiaires du crédit facile peuvent être des propriétaires fonciers, des entrepreneurs, des fonds d'investissement, des producteurs de matières premières, etc. Dans le cas de la crise des années 2000, la distribution de crédits dans le domaine immobilier a joué un rôle particulièrement important, aux États-Unis – avec le fameux problème

des *subprimes* – mais aussi dans d'autres pays, par exemple en Espagne. Si la politique monétaire a été le facteur essentiel de la crise monétaire et financière, trois autres séries de facteurs – la politique du logement, la réglementation financière, la gouvernance des organisations financières (que nous analyserons au chapitre 2) – ont joué un rôle, soit pour aggraver la crise, soit pour lui donner ses caractéristiques particulières. Or il est intéressant de constater que, dans tous ces cas, ce n'est pas le fonctionnement des marchés qui est en cause, mais bien au contraire l'interventionnisme étatique et l'affaiblissement de la discipline du capitalisme que cet interventionnisme a engendré. Les marchés ont été les victimes de cet interventionnisme, même – ce qui peut paraître *a priori* surprenant – dans le cas de la dernière série de facteurs que nous examinerons, à savoir la gouvernance des organisations financières. Mais intéressons-nous tout d'abord à la politique du logement et aux réglementations.

UNE POLITIQUE DU LOGEMENT EXPLOSIVE

Tout le monde le sait, l'importance des crédits *subprime* aux États-Unis a joué un rôle de déclencheur de la crise financière. Ce sont des crédits immobiliers accordés à des emprunteurs qui ne présentent pas de garanties satisfaisantes pour que l'on puisse considérer qu'ils honoreront leurs échéances de remboursement et de paiement d'intérêts de manière normale. Ils font donc courir des risques particulièrement importants aux établissements de crédit. Parmi eux, les deux organisations qu'on appelle familièrement Fannie Mae et Freddie Mac ont joué un rôle prépondérant.

Fannie Mae a été créée en 1938, dans le cadre du New Deal de Franklin Roosevelt, dans le but de garantir les prêts immobiliers accordés par les banques et de racheter leurs hypothèques. Son vrai nom est Federal National Mortgage Association, dont les initiales – FNMA – ont donné naissance au nom de Fannie Mae. Fannie Mae a été créée pour aider les Américains à se loger alors que le New Deal et ses impressionnantes dépenses avaient provoqué un assèchement du marché des fonds prêtables par l'État et une augmentation des taux d'intérêt. Dans la mesure où Fannie Mae a joué un rôle majeur dans le déclenchement de la crise financière, on peut dire que la crise des années 2000 est ainsi reliée à la crise de 1929-1930. Comme quoi les méfaits de l'interventionnisme étatique se font sentir durablement...

Fannie Mae, publique à l'origine, a été privatisée en 1968 ; mais en 1970 un autre organisme a été créé, Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation ou FHLMC). Bien que privés, ces deux organismes fonctionnent sous la tutelle de l'État américain, plus précisément, du ministère du Logement. Ils bénéficient de garanties implicites du gouvernement et d'un régime fiscal de faveur en contrepartie de leurs obligations de « service public » (comme on dirait en France).

Fannie Mae et Freddie Mac ont pour rôle d'acheter des créances immobilières auprès des banques qui ont accordé les crédits initiaux, puis de rassembler ces créances dans des titres garantis par les hypothèques (MBS, *mortgage-backed securities*) et vendus à des investisseurs avec une garantie de paiement. Fannie Mae et Freddie Mac promettaient aux investisseurs qu'ils recevraient le principal et les intérêts des prêts sous-jacents, même si les emprunteurs initiaux faisaient défaut. Ces deux organismes recevaient évidemment une rémunération pour le service de garantie qu'ils offraient.

Ainsi, les prêteurs initiaux récupéraient des sommes disponibles pour de nouveaux prêts. Pour les banques, il y avait là une source inépuisable de profits puisqu'elles pouvaient multiplier indéfiniment leurs prêts sans avoir à se préoccuper véritablement de la solvabilité de leurs emprunteurs. Les banques pensaient qu'elles pouvaient obtenir une protection contre le risque grâce aux produits dérivés, en particulier les assurances contre les défauts de paiement (*credit default swaps*), et en se débarrassant de leurs actifs risqués par la titrisation.

Fannie Mae et Freddie Mac disposaient d'une garantie implicite de la part du gouvernement américain qui, effectivement, est venu à leur secours lorsqu'ils ont été en difficulté. Ainsi, ces organismes pouvaient obtenir facilement des fonds de ceux qui leur achetaient des titres (MBS), ce qui leur permettait d'être compétitifs pour acheter des titres aux prêteurs initiaux. La fiabilité supposée de Fannie Mae et Freddie Mac leur permettait facilement d'emprunter, leur dette étant considérée comme à peu près aussi bonne que celle du Trésor américain. C'est ainsi qu'en 2007 les créances détenues à l'étranger sur les GSE (*government sponsored enterprises*, c'est-à-dire les entreprises soutenues par l'État, dont Fannie Mae et Freddie Mac font partie) représentaient 1 304 milliards de dollars, en augmentation de 33 % par rapport à 2006 et de 165 % par rapport à 2002, dont 29 % détenus en Chine, et 17,5 % au Japon¹.

Les avoirs de Fannie Mae et Freddie Mac sont ainsi passés de 160,2 milliards de dollars en 1990 à 1 770 milliards au deuxième trimestre de 2008 ! Fannie Mae et Freddie Mac

1. Certaines des informations ci-dessus proviennent de l'article de Frank Shostak, « Are Fannie and Freddie too big to fail ? », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 17 septembre 2008.

possédaient ou garantissaient 5 400 milliards de dollars ! Lorsque les prix des biens immobiliers se sont mis à diminuer et que les défauts de paiement ont augmenté, ces deux organismes ont enregistré des pertes importantes, car ils ont dû honorer leurs promesses de garanties. Ainsi, ils ont perdu 14 milliards en un an (de juillet 2007 à juillet 2008). La baisse considérable de leurs cours de bourse leur a rendu alors difficile de lever des fonds sur le marché.

Mais comment en est-on arrivé là ? Comment expliquer que Fannie Mae et Freddie Mac aient pu connaître une aussi forte croissance et atteindre des niveaux de risque aussi considérables ? La réponse se trouve à nouveau dans l'interventionnisme étatique.

Le Community Reinvestment Act de 1977, voté sous la présidence de Jimmy Carter, a imposé une prise en compte des minorités ethniques ou défavorisées dans l'attribution de crédits. À partir de 1995, en particulier, les banques censées appliquer des critères contraires aux intérêts de ces minorités deviennent passibles de sanctions, telles que le refus d'opérations de fusion ou d'ouvertures de guichets. Les prêts accordés à des emprunteurs peu solvables sont appelés *subprimes*, par opposition aux prêts de bonne qualité, les *prime credits*. Les banques, rassurées par les garanties accordées par Fannie Mae et Freddie Mac se mettent alors à prêter à taux variables jusqu'à 110 % du montant des achats immobiliers, sans trop tenir compte des risques d'insolvabilité de leurs emprunteurs. C'est ainsi qu'en 2004, le taux de *subprimes* atteindra 56 % du refinancement assuré par ces deux organismes ! Mais le gouvernement les autorise à cacher ce taux. Quand on sait l'importance du rôle que les « actifs toxiques » – c'est-à-dire les actifs de mauvaise qualité – ont joué dans le déclenchement de la crise financière, en particulier ceux qui résultaient de l'intervention de Fannie Mae et Freddie Mac, on ne peut

que le déplorer. On doit y voir aussi une manifestation supplémentaire du rôle toxique joué par l'État dans ces événements. Il est alors d'autant plus paradoxal de lire indéfiniment, sous la plume de tous les commentateurs, et d'entendre indéfiniment, dans la bouche de tous les politiciens, que le marché manque de transparence et qu'il faut obliger les opérateurs par la réglementation à donner de meilleures informations, alors que l'État a sciemment incité à la dissimulation des faits !

Des pressions très fortes ont donc été exercées aux États-Unis sur les établissements de crédit pour qu'ils acceptent d'accorder des crédits à des ménages qui ne donnaient pas des garanties de solvabilité suffisantes, sous peine d'être accusés de discrimination. La Fed elle-même a émis un manuel à l'intention des banques dans lequel on récusait l'utilisation de critères « démodés », parmi lesquels le rapport montant du remboursement/revenus ou l'historique des précédents crédits du demandeur, et elle a même recommandé de ne pas vérifier le montant du revenu des emprunteurs ! Le Department of Justice a, pour sa part, poursuivi pour discrimination des organismes de crédit qui avaient refusé d'accorder des crédits, comme si le rôle de ces organismes n'était pas, précisément, de discriminer entre ceux à qui l'on peut faire crédit et ceux à qui l'on doit le refuser ! Si une banque veut faire des changements dans ses opérations – une fusion, l'ouverture d'une nouvelle filiale, le lancement d'une nouvelle activité – elle doit d'abord prouver qu'elle a suffisamment prêté aux emprunteurs préférés du gouvernement. On en est venu à considérer, sous la suggestion de la Fed, que les emprunteurs donnaient des garanties suffisantes s'ils s'engageaient à participer à des programmes de « conseil en crédit » ! Ainsi, dans la foulée du Community Reinvestment Act, l'administration a financé des « groupes communau-

taires » pour aider à la mise en place des dispositions nouvelles. Un « groupe communautaire » comme Acorn (Association of Community Organizations for Reform Now) – à laquelle Barack Obama a appartenu, ce qui laisse tristement augurer du futur – peut adresser des pétitions aux régulateurs qui peuvent arrêter certains projets des banques. Ces dernières ont donné des millions de dollars à ces associations et prêté à leurs membres afin de se concilier leurs bonnes grâces¹. Il y a eu ainsi une terrible dérive des métiers de la banque.

En 1989, des membres du Congrès partageant ces vues « progressistes » ont obtenu d'amender le Home Mortgage Disclosure Act pour obliger les banques à collecter des données raciales concernant les demandeurs de crédits hypothécaires. En fait, si un pourcentage plus important de demandes de prêts était rejeté pour les membres de minorités raciales que pour les autres, c'est uniquement parce qu'ils disposaient en moyenne de revenus plus faibles et non parce qu'ils étaient l'objet de discriminations raciales². On peut trouver sympathique de vouloir permettre à des familles disposant de faibles revenus d'acheter leur logement. Mais est-il vraiment sympathique de leur donner ainsi de faux espoirs et de les acculer un peu plus tard à ce qui est véritablement dramatique, à savoir d'être obligées de vendre le nid familial qu'elles avaient cru pouvoir ainsi construire, et à bouleverser simultanément tout le système financier du monde ? Ce sont eux les vrais coupables, tous ces politiciens irresponsables et leurs cohortes d'activistes, ce sont eux qui devraient être la

1. Ces informations sont tirées de l'article de Thomas DiLorenzo, « The CRA scam and its defenders », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 30 avril 2008.

2. Voir à ce sujet l'article de Stan Liebowitz, « The real scandal », *New York Post*, 5 février 2008.

cible des critiques des médias et de l'opinion. Et au lieu de vouloir « réguler » le capitalisme – qui n'est pour rien dans toute cette affaire – par de nouveaux règlements et de nouvelles lois, on devrait s'attacher à supprimer tous ces règlements, toutes ces lois, tous ces privilèges qui ont bouleversé l'ordre du marché.

Toutes ces déviations des activités bancaires, imposées par les pouvoirs publics, ont évidemment accru le problème des *subprimes*. Or, comme une grande partie de ces prêts était à taux variable¹, les emprunteurs ont eu du mal à honorer leurs engagements lorsque les taux sont remontés. On a ainsi délibérément trompé des personnes *a priori* mal informées sur le fonctionnement des marchés financiers et sur les risques encourus.

Loin d'être des organisations typiques des marchés financiers, Fannie Mae et Freddie Mac ont été en réalité des instruments de la politisation des activités économiques. Ainsi, une loi de 1992 obligeait Fannie Mae et Freddie Mac à consacrer une large part de leurs activités à tout ce qui pouvait rendre l'accès au logement accessible. Le ministère du Logement et du Développement urbain a proposé pour sa part, en 2001, que la moitié du portefeuille de Fannie Mae et Freddie Mac soit composé de prêts à des emprunteurs à revenu faible ou modéré.

Fannie Mae et Freddie Mac ont par ailleurs été très proches du parti démocrate et ont été impliqués dans des affaires de corruption (concernant par exemple un de leurs superviseurs, le sénateur Christofer Dodd, qui aurait bénéficié de prêts immobiliers à très faibles taux d'intérêt). Fannie Mae et Freddie Mac – qui ont pratiqué la titrisation en ven-

1. Souvent, ces prêts devenaient à taux variable au bout de deux ans, après avoir été à taux fixe.

dant des paquets de titres où se mélangeaient bonnes et mauvaises créances – étaient en fait très fragiles, car ils n’avaient pratiquement pas de fonds propres et ils dépendaient totalement des capacités de remboursement des emprunteurs immobiliers, comme on le verra en 2007. Certains observateurs avaient d’ailleurs bien perçu cette fragilité et les risques que faisaient courir Fannie Mae et Freddie Mac ont été dénoncés par un certain nombre d’économistes ou d’hommes politiques dès la fin des années 1990 ou le début des années 2000, mais malheureusement sans recevoir d’écho¹. Ainsi, dès 2003, l’économiste en chef de la Maison Blanche s’inquiétait des risques que Fannie Mae et Freddie Mac faisaient courir à tout le système financier, mais le sénateur démocrate Barney Frank, président du « comité des services financiers », déclarait que « Fannie Mae et Freddie Mac n’exposent à aucune sorte de crise financière » ou encore que « la position de l’administration Bush n’est dictée que par le souci de la sécurité financière et la santé des sociétés, elle ne se préoccupe pas des problèmes de logement ». Le même sénateur ne sera pas gêné, lorsque la crise aura éclaté, pour accuser le libéralisme².

Paul Gigot, éditorialiste du *Wall Street Journal*, dénonçait pour sa part, dès 2001, les trucages comptables de Fannie Mae, et il fut l’objet d’attaques vigoureuses d’Angelo Mozilo, président de Countrywide, mais aussi de Paul Krugman, futur prix Nobel. On peut d’ailleurs rappeler que Countrywide qui a particulièrement pratiqué la politique de non-discrimination est passée d’un montant de 1 milliard de

1. Voir par exemple un article de Steven Holmes, « Fannie Mae eases credit to aid mortgage lending », *New York Times*, 30 septembre 1999.

2. Une partie des informations ci-dessus a été fournie par Xavier Collet dans une contribution à un forum Internet en date du 8 novembre 2008.

dollars de prêts *subprime* en 1992 à 80 milliards en 1999 et 600 milliards en 2003 ! Cet organisme – qui a évidemment fait faillite ultérieurement – était vanté par la Fannie Mae Foundation comme un exemple de prêteur non discriminant, travaillant avec des activistes communautaires et suivant « les critères d'attribution les plus flexibles qu'il soit permis d'utiliser »...

Dès 2005, Paul Cleveland, professeur d'économie à Birmingham-Southern College en Alabama, dénonçait les risques que faisaient courir Fannie Mae et Freddie Mac¹ : « Les GSE (*government sponsored enterprises*) sont une perversion de la libre entreprise et ils travaillent en fait pour porter atteinte à l'essence même de ce que devrait être un marché libre. » « Dans le cas des prêts hypothécaires, les défenseurs des GSE proclament que Fannie Mae et Freddie Mac rendent plus facile pour les familles à faible revenu de posséder leur maison... Fannie Mae et Freddie Mac ont accès à une ligne de crédit garanti de 2,25 milliards de dollars avec le Trésor américain. Cette garantie, couplée à la perception que la monnaie fédérale pourrait être utilisée au-delà de cette limite de crédit, permet aux deux compagnies de maintenir des coûts plus faibles pour leurs emprunts. En outre, ces compagnies sont aussi exemptées de l'impôt sur le revenu national et local et elles n'ont pas à informer la SEC (Securities and Exchange Commission) au sujet de leurs activités. Enfin, leurs titres sont listés comme titres d'État et ils peuvent être détenus par les banques et caisses d'épargne comme s'il s'agissait d'obligations à faible risque. » Paul Cleveland ajoute par ailleurs que tout le monde estime qu'en cas de difficulté, le gouvernement viendrait à leur secours et qu'on ferait appel aux contribuables

1. Paul A. Cleveland, « Freddie Mac : A mercantilist enterprise », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 14 mars 2005.

pour assurer ce sauvetage. « L'existence de ces GSE tend à cacher le risque des activités associées à toute opération financière de prêt. » Les événements ultérieurs ont montré la justesse de ce jugement critique.

Fannie Mae et Freddie Mac – ainsi que d'autres organismes – étaient construits de manière telle qu'ils permettaient des occasions de profit importantes, à commencer par le président de Fannie Mae, Franklin Raines, ancien haut fonctionnaire du gouvernement Clinton (directeur de l'US Office of Management and Budget) et qui est parti multimillionnaire. Il a été prouvé qu'il a falsifié les comptes pour faire apparaître des gains importants, ce qui lui permettait d'obtenir des bonus plus importants (une rémunération de plus de 20 millions de dollars en 2003). Dans un tel cas, les coûts éventuels sont réservés aux contribuables : on privatise les gains et on collectivise les pertes. Et n'oublions pas que les gains étaient rendus faciles dans Fannie Mae et Freddie Mac à cause des privilèges d'origine publique dont ils bénéficiaient.

Les autorités publiques ont donc créé les conditions d'une expansion fantastique des crédits hypothécaires, parmi lesquels les *subprimes*, ce qui a par ailleurs été rendu possible par le laxisme de la politique monétaire. Ainsi, les émissions de titres adossés à des crédits hypothécaires de deuxième rang sont passées de 110,8 milliards de dollars en 2003 à 258 milliards en 2006. « En 2003, selon Inside Mortgage Finance, les organismes publics étaient à l'origine de 76 % des émissions de titres adossés à des crédits hypothécaires¹. » C'est donc bien le secteur public ou parapublic qui, ici encore, a une responsabilité majeure dans la crise.

1. D'après *Finances & Développement* (publication du FMI et de la Banque mondiale), décembre 2007.

Comme l'a écrit Vincent Bénard¹, « Fannie Mae et Freddie Mac ont pu refinancer plus de 5 000 milliards de dollars de crédit, soit 40 % des prêts immobiliers américains, dont plus de la moitié de crédits *subprime*, alors qu'elles ne disposaient pas de fonds propres permettant de s'engager sur de tels montants ».

L'explosion des crédits immobiliers jusqu'à 2008 a donc été ahurissante et elle constitue une des sources majeures de la crise financière. Mais elle n'aurait pas été possible sans l'extraordinaire laxisme de la politique monétaire au cours des mêmes années, sans les garanties accordées par l'État américain et sans la politique systématique de prêts immobiliers à des personnes dont la solvabilité était douteuse.

Comme l'écrit George Selgin² : « Pourquoi les prêteurs hypothécaires ont commencé au début de la présente décennie à pratiquer une inondation de crédits comme s'ils étaient crachés par une fontaine publique ? La réponse tient à ce que le crédit était effectivement craché par une fontaine publique et cette fontaine était la Fed. La corrélation entre les activités de la Fed et le volume des prêts *subprime* est en fait frappante. Bien qu'il soit vrai que ces prêts ont connu un pic en 2005-2006, c'est-à-dire environ deux ans après que le taux des *fonds fédéraux* a atteint son point le plus bas, ce fait est parfaitement cohérent avec la tendance bien connue des changements de politique monétaire à influencer les autres aspects de l'activité économique seulement après des délais longs et variables. Dans ce cas particulier, la politique de

1. Vincent Bénard, « *Subprime* : marché accusé, État coupable », *Le Figaro*, 9 septembre 2008.

2. George A. Selgin, « Guilty as charged », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 7 novembre 2008.

cible de bas taux d'intérêt de la Fed a eu son effet le plus immédiat sur les prêts fonciers et immobiliers. La part des prêts *subprime* a explosé seulement après 2003, en particulier à cause de causes réglementaires indépendantes de la politique de la Fed. »

Le 7 septembre 2008 le gouvernement américain a pris le contrôle de Fannie Mae et Freddie Mac, car il craignait leur faillite, qui était sinon inéluctable, et d'autant plus qu'ils représentaient à eux deux 80 % du total du marché hypothécaire au début de 2008. En effet, avec la remontée des taux d'intérêt et dans la mesure où beaucoup de prêts immobiliers avaient été faits à taux variables¹, de nombreux emprunteurs ont été incapables d'honorer leurs échéances. Simultanément, les prix des maisons ont donc baissé, diminuant la valeur des créances détenues par Fannie Mae et Freddie Mac. Ceux-ci ont alors eu des difficultés à payer les intérêts promis sur les obligations qu'ils avaient émises et ils ont demandé l'aide de l'État américain. La baisse du prix des actifs immobiliers a affecté d'ailleurs un grand nombre de banques et comme, par ailleurs, les possibilités de refinancement auprès de Fannie Mae et Freddie Mac se sont considérablement réduites avec l'apparition de la crise, il en est résulté une situation de restriction générale du crédit et donc de l'activité économique. C'est alors qu'est apparue en plein jour la réalité de la situation : on avait financé de manière illusoire toutes sortes de dépenses – en particulier dans le domaine immobilier – à partir de crédits artificiels correspondant à une

1. On peut noter au passage que les banques avaient fait preuve de clairvoyance en proposant des prêts à taux variables – contrairement au procès qu'on leur fait généralement d'avoir été myopes –, ce qui laisse supposer qu'elles étaient conscientes du caractère temporaire d'une situation de très bas taux d'intérêt.

pure création monétaire et on s'est aperçu tout d'un coup que l'épargne réelle – celle qui est voulue par les individus – était rare.

Les faits rappelés ci-dessus devraient rendre évident à tous que la crise financière a trouvé son origine non pas dans le libre fonctionnement du marché financier, mais au contraire dans deux grandes organisations qui, bénéficiant de privilèges étatiques, ont échappé aux rigueurs du marché et à la discipline de la responsabilité qui en est le fondement. *L'histoire vraie de la crise n'est donc pas celle de la faillite d'un système reposant sur l'esprit de lucre et l'appât du gain de capitalistes sans morale*, contrairement à ce qui est complaisamment décrit par tous les adversaires du capitalisme et de la liberté, en particulier tous les détenteurs du pouvoir politique. *L'histoire vraie c'est celle d'un système qui use de la contrainte légale pour accorder des privilèges et exonérer des organisations et leurs dirigeants des obligations morales de la responsabilité*. On doit y voir aussi un effet délétère des idées à la mode, celles par exemple qui ont inspiré en 1992 le manuel de la Fed à destination des banques, déjà cité, et qui précisait : « On observe de la discrimination quand un organisme de crédit utilise dans l'attribution des prêts des critères arbitraires ou démodés qui disqualifient efficacement de nombreux pauvres ou membres de minorités aux bas revenus. »

On est donc forcé de le souligner à nouveau : ce n'est pas le fonctionnement naturel des marchés qui a conduit à la crise financière, mais l'interventionnisme lourd de l'État américain. Il y a eu de sa part un double mensonge : faire croire que l'on pouvait indéfiniment vivre dans un monde de crédit facile, faire croire que l'on pouvait donner indéfiniment des garanties de solvabilité et supprimer le risque. Les marchés s'autorégulent lorsqu'on les laisse libres de

fonctionner. Malheureusement, il n'y a aucune autorégulation dans la sphère publique, parce que son mode de fonctionnement repose sur l'exercice de la contrainte et non sur la responsabilité personnelle. Il est alors dramatique que l'on puisse prétendre ensuite, comme nous le soulignerons ultérieurement, qu'il faut renforcer la régulation des marchés par une réglementation accrue, alors que les fautifs appartiennent à la sphère publique et qu'il faudrait donc pouvoir contrôler celle-ci, le meilleur moyen consistant évidemment à la supprimer puisqu'elle est non seulement inutile, mais nocive.

Il est par ailleurs ironique de constater que le président français Nicolas Sarkozy, critique vigoureux de la crise financière, avait précisément préconisé pour la France le type même de politique de crédit qui a conduit à la catastrophe aux États-Unis. D'après *L'Abécédaire des propositions de Nicolas Sarkozy*, diffusé par l'UMP pendant la campagne électorale de 2007¹, il pensait que « les ménages français sont aujourd'hui les moins endettés d'Europe. Or, ajoutait-il, une économie qui ne s'endette pas suffisamment, c'est une économie qui ne croit pas en l'avenir, qui doute de ses atouts, qui a peur du lendemain. C'est pour cette raison que je souhaite développer le crédit hypothécaire pour les ménages et que l'État intervienne pour garantir l'accès au crédit des personnes malades. Je propose que ceux qui ont des rémunérations modestes puissent garantir leur emprunt par la valeur de leur logement. Il faut réformer le crédit hypothécaire. Si le recours à l'hypothèque était plus facile, les banques se focaliseraient moins sur la

1. Sources de ces citations : interview dans la revue *Banque*, avril 2007 ; interview dans la revue *Cotémômes* ; interview dans la revue *La Vie immobilière*, octobre 2006.

capacité personnelle de remboursement de l'emprunteur et plus sur la valeur du bien hypothéqué. Cela profiterait alors directement à tous ceux dont les revenus fluctuent, comme les intérimaires et de nombreux indépendants ». On sait ce qu'il en est advenu !

DES RÉGLEMENTATIONS NOCIVES

Dans le procès fait au rôle prétendument instable des marchés financiers, on n'oublie généralement pas de souligner qu'un vaste mouvement de *déréglementation financière* – appelé à tort « dérégulation financière » – a pris place dans le monde, à commencer par les États-Unis, depuis les années 1980. On a vite fait d'attribuer la crise au fait que les marchés étaient désormais libres de se développer de manière incontrôlée. Cette opinion mérite d'être soumise au filtre de l'analyse car elle est *a priori* suspecte. En effet, la crise se caractérise par la faillite ou le risque de faillite d'un certain nombre d'établissements financiers. C'est ce risque majeur qu'essaient d'éviter tous les propriétaires d'entreprises, puisque la faillite signifie qu'ils perdent tous leurs investissements et tous leurs efforts antérieurs. Certes, on ne peut pas exclure que des erreurs soient faites et que certains soient acculés à la faillite, alors qu'ils ne l'auraient évidemment pas voulu. Il n'en reste pas moins que ce risque constitue un élément régulateur fondamental dans une économie libre, car il incite normalement les propriétaires d'entreprises à éviter les risques excessifs. De ce point de vue, il est d'ailleurs l'un des fondements de la responsabilité. La thèse selon laquelle des individus responsables sont susceptibles de prendre des

risques excessifs, s'ils sont libres d'agir sans le contrôle de « régulateurs » censés être plus motivés et mieux informés qu'eux, est donc *a priori* contestable. Cela justifie l'examen précis du rôle de la réglementation – ou de la déréglementation – dans le déclenchement et le développement de la crise financière.

Il faut d'ailleurs noter qu'il est tout à fait excessif de présenter le secteur financier comme un secteur totalement déréglementé. En réalité, ainsi que le précise un bon connaisseur du secteur financier, Jerry O'Driscoll¹, « à l'exception des services de santé, les services financiers constituent l'activité la plus réglementée aux États-Unis (et, de manière générale, dans tous les pays développés). Mais la réglementation bancaire a échoué dans sa tâche la plus fondamentale, consistant à préserver la sécurité et la solidité du système bancaire ». On peut aussi avoir quelques doutes concernant la déréglementation financière, lorsqu'on constate ceci : « En regardant seulement les ressources dédiées aux organismes américains dont le mandat est spécifiquement lié à la réglementation de la finance et des banques, on observe que leur budget est passé de 725 millions de dollars en 1980 à 2,3 milliards aujourd'hui². » Ainsi, les banques commerciales américaines font l'objet de contrôles réglementaires de la part de la Fed (banque centrale), du Trésor (Office of the Comptroller of the Currency), du FDIC (assurance des dépôts) et de la SEC (Securities and Exchange Commission, équivalent de l'Autorité des marchés financiers en France). Pourtant, comme nous allons le voir, les réglementations financières constituent une cause importante de la crise financière, contrairement à ce

1. Jerry O'Driscoll, « Regulatory failure », blog du *NYU Colloquium on Market Institutions and Economic Processes*, 19 janvier 2009.

2. D'après Michel Kelly-Gagnon, *La Presse*, Montréal, 3 octobre 2008.

qui est généralement admis. Sans vouloir établir un panorama de toutes les réglementations à travers le monde – ni même seulement aux États-Unis –, nous insisterons sur le rôle joué par les principales d'entre elles, à savoir celles qui concernent les règles comptables et les ratios de fonds propres, le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale, l'assurance des dépôts et les agences de notation.

*Règles comptables
et ratios de fonds propres*

La règle *mark-to-market* a été imposée aux institutions financières américaines à la suite du fameux scandale de la faillite d'Enron en décembre 2001 et elle fut appliquée en Europe à partir de 2005. Les normes comptables sont élaborées par un organisme professionnel, l'IASB (International Accounting Standards Board). C'est lui qui a recommandé l'adoption de la *fair value* (valeur correcte) consistant à évaluer les actifs à leur valeur de marché du moment¹. L'Union européenne a recommandé l'adoption des normes de l'IASB. Mais, devant l'opposition de nombreux banquiers, conscients des imperfections de cette méthode, elle a accepté qu'elle ne soit utilisée que pour les activités de trading, c'est-à-dire pour les actifs considérés comme susceptibles d'être rapidement vendus, et non pour les actifs normalement conservés par les banques jusqu'à leur terme, en particulier les crédits à la clientèle.

1. La « juste valeur » (*fair value*) est définie par la norme américaine FAS 157 comme « le prix qui pourrait être reçu pour vendre un actif ou transférer un passif dans le cadre d'une transaction ordonnée entre acteurs de marché ». On trouve une définition semblable dans les normes IFRS en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2005 dans l'Union européenne.

Après sa faillite, on avait reproché à Enron le manque de transparence de ses comptes, dû en particulier au fait que ses actifs étaient comptabilisés à des valeurs irréalistes, ce qui permettait de masquer les pertes de l'entreprise et ce qui avait permis de cacher aux investisseurs, actionnaires ou prêteurs, la réalité de la situation. Comme toujours, à partir d'un cas particulier considéré comme un « abus », les États adoptent des législations contraignantes qui s'imposent à tous sans se préoccuper des spécificités de chacun et des risques d'« effets pervers », c'est-à-dire d'effets non prévus par des « réglementeurs » qui se croient omniscients, mais qui sont loin de comprendre la complexité des phénomènes et de leurs interdépendances. La règle *mark-to-market* implique d'évaluer les actifs au prix de marché du jour qui précède la comptabilisation de leurs valeurs. Ce prix est certes réaliste, mais il peut être très éloigné du prix de long terme qui correspond à la valeur véritable d'un actif. De même que, au plus haut d'une bulle financière, cette pratique surévalue la valeur des actifs et crée donc des richesses purement virtuelles, elle sous-évalue les actifs dans la période de dépréciation des actifs, alors que leur valeur de long terme est très probablement située entre ce plafond et ce plancher. Ainsi, lorsque la bulle immobilière a commencé, un certain nombre de débiteurs ont fait défaut et la valeur des créances hypothécaires détenues par les banques – directement ou sous la forme de produits « titrisés » – a donc dû être abaissée dans leur comptabilité.

Les banques peuvent certes « absorber » ces baisses comptables de valeur en inscrivant des provisions dans leur comptabilité. Mais une deuxième réglementation est venue télescoper la précédente. En effet, les banques sont obligées de détenir un ratio de fonds propres minimum – ratio dont

le calcul exact dépend d'ailleurs du caractère plus ou moins risqué des actifs détenus – conformément à ce que l'on appelle les accords de Bâle II. Pour pouvoir satisfaire à cette obligation, les banques ont donc dû vendre des actifs afin de restaurer la valeur de leurs fonds propres¹. Mais ces ventes d'actifs ont, à leur tour, provoqué la baisse de leur valeur et les banques sont entrées dans un cercle vicieux de baisses des prix et de ventes d'actifs pour la simple raison qu'elles étaient obligées de se conformer aux réglementations. Comme l'a dit Henri de Castries, président du directoire d'AXA², une partie de l'accélération de la crise financière a été due « au caractère dangereusement procyclique de la réglementation comptable et à l'usage qui en est fait. On disait que le *mark-to-market* améliorerait la transparence. Il apporte surtout de la volatilité. Bear Sterns, Lehman ou AIG nous enseignent que la transparence n'est pas totalement là et que la volatilité s'est accrue. En l'occurrence, l'explosion vient de la combinaison de deux produits chimiques au dosage non maîtrisé : la règle du *mark-to-market* de l'évaluation des actifs au prix du marché d'un côté, les normes de solvabilité de l'autre... Expliquer à des établissements, dont le métier est de faire de la transformation, comme les banques ou les compagnies d'assurances, qu'il faut appliquer au calcul de solvabilité des normes comptables fondées sur l'immédiateté de mesure, c'est créer les conditions du salaire de la peur ». La dépréciation des actifs (peut-être en partie virtuelle, bien que leur

1. En effet, dans le bilan des banques, il y a égalité entre la valeur des avoirs et des engagements. Si la valeur des avoirs diminue, alors que la valeur des engagements n'est pas modifiée, cela se traduit par une baisse de la valeur des fonds propres qui correspond à des pertes. Mais ces pertes ne sont en fait que virtuelles si la valeur des actifs diminue dans le court terme, alors qu'elle devrait retrouver son niveau antérieur dans le plus long terme.

2. Interview dans *Les Échos*, 22 septembre 2008.

augmentation précédente ait été excessive et, elle aussi, virtuelle) conduit à des ratios de solvabilité trop faibles par rapport aux normes réglementaires. Les banques étant obligées de les restaurer, du fait de la réglementation, elles ne peuvent le faire qu'en pratiquant des augmentations de capital – particulièrement difficiles en période de crise – ou en vendant des actifs. Mais, dans la mesure où beaucoup d'établissements sont conduits à vendre des actifs sur le marché, leur prix diminue encore davantage, ce qui aggrave le problème de solvabilité et risque même de conduire à la faillite.

Nous rencontrons ainsi un exemple typique des méfaits des réglementations. Tout d'abord, elles consistent généralement à imposer à tout le monde des règles inadaptées inspirées par l'observation d'un fait unique qualifié d'abus. En deuxième lieu, chaque réglementation est adoptée en tenant compte d'un aspect partiel, mais sans tenir compte de sa possible incompatibilité avec d'autres réglementations. Dans le domaine financier, c'est bien ce que l'on observe. Il est donc tout à fait surprenant de prétendre que la crise financière a été due à une insuffisance de réglementations, alors que, précisément, c'est l'excès de réglementations qui l'a aggravée !

On pourra s'étonner que nous soyons critiques à l'égard du ratio de fonds propres, alors que nous insistons à plusieurs reprises dans le présent ouvrage sur l'importance des fonds propres. À titre de comparaison, les banques du XIX^e siècle étaient beaucoup moins fragiles que celles de notre époque, parce qu'elles détenaient des fonds propres représentant 60 à 80 % du total de leur bilan¹. Ne devrait-on pas se réjouir, par conséquent, qu'on impose aux banques un

1. Cf. Philippe Nataf, article « Banque », à paraître dans le *Dictionnaire du libéralisme*, Paris, Larousse, 2010.

ratio minimum de fonds propres, même si ce ratio est ridiculement faible par rapport à ce que l'on pourrait souhaiter et ce qui existait autrefois ? N'est-il pas mieux d'avoir 8 % de fonds propres que 2 % ou même, pourquoi pas, 0 % ? Comme le souligne Vernon Smith¹, prix Nobel d'économie : « Toutes les implosions financières ont leurs origines dans les mêmes causes : la possibilité d'emprunter à court terme et de prêter à long terme sans assez de fonds propres pour faire face aux orages périodiques susceptibles de survenir dans l'intervalle. » L'insuffisance de fonds propres était évidemment caractéristique dans le cas de Fanny Mae et de Freddie Mac, mais elle l'était aussi dans le cas de nombreuses banques.

Il y a cependant une grande différence entre la situation que nous venons d'évoquer – celle où les banques décident d'avoir un ratio de fonds propres extrêmement élevé – et la situation actuelle. Dans le premier cas – par exemple celui qui prévalait au XIX^e siècle –, ce ratio résulte de la volonté libre des propriétaires de banques et de l'existence d'une épargne volontaire abondante et susceptible de se placer en fonds propres des banques. Dans le second cas, si l'on impose un ratio minimum de fonds propres, c'est probablement parce qu'il y a une insuffisance d'épargne volontaire, et donc de fonds propres, dans le monde – comme nous le verrons ultérieurement – et on impose un résultat « comme si » on était dans la première situation. Mais imposer un résultat n'a rien à voir avec le fait de constater l'existence d'un processus volontaire qui aboutit à un certain résultat. Or le fait d'*imposer* aux banques un ratio de fonds propres ne fait pas disparaître, comme par miracle, l'insuffisance de fonds

1. Vernon Smith, « The Clinton housing bubble », themessthatgreenspan-made.blogspot.com, 18 décembre 2007.

propres dont on souffre dans le monde entier. Cela a deux conséquences. Tout d'abord, si les banques ont des fonds propres plus importants, cela se traduit nécessairement par une plus grande insuffisance de fonds propres dans d'autres entreprises, puisqu'on est dans une situation générale de rareté des fonds propres. La plus grande stabilité des banques se fait donc aux dépens de la fragilité accrue des autres entreprises.

Peut-être faut-il d'ailleurs voir une manifestation de ce phénomène dans le fait que la crise financière se soit rapidement transformée en une crise économique. Dans la plupart des activités économiques à notre époque, en effet, le financement de la croissance se fait par endettement et non par accumulation de fonds propres. Il en résulte que la raréfaction du crédit lors de la crise financière se traduit nécessairement par des difficultés de financement pour les entreprises, ce qui peut facilement les conduire à la faillite et ce qui freine en tout cas le développement de leurs activités. On rencontre donc ici une caractéristique déjà soulignée des réglementations : elles ont toujours un objectif parcellaire et elles ne tiennent pas compte de l'interdépendance entre toutes les activités humaines. Ainsi, on a le sentiment, à juste titre, que les institutions financières sont fragiles par insuffisance de fonds propres et on leur impose donc une norme de résultats sous forme d'un ratio minimum de fonds propres. Mais en agissant sur le résultat des processus, sans modifier les processus eux-mêmes – ce qui impliquerait de supprimer les facteurs, fiscaux en particulier, de la raréfaction de l'épargne –, on ne fait que transférer la fragilité financière d'un type d'activité à un autre.

L'autre conséquence de la réglementation concernant le ratio minimum de fonds propres est la suivante. Dans un contexte tel que celui du début des années 2000 où il existait

des possibilités considérables de *leverage*, c'est-à-dire de financement par l'emprunt et de profits dont la base réelle est fictive, les banques acceptaient difficilement d'être contraintes dans leur recherche de profits par l'obligation de détenir un minimum de fonds propres. Comme une réglementation peut toujours être contournée – moyennant cependant un certain coût qui représente évidemment un gaspillage de ressources –, l'intelligence humaine a permis de découvrir toute une série de moyens pour profiter du *leverage* et accroître les profits. Pour cela les banques ont créé des filiales non soumises à réglementation ou ce qu'on appelle des « instruments spéciaux » qui ont permis d'augmenter le montant des crédits. Bien entendu, les amoureux des réglementations – ils sont malheureusement nombreux –, au lieu de reconnaître la cause réelle des maux dans le laxisme de la politique monétaire et le caractère nocif des réglementations, préférèrent proclamer que la crise financière a été due à une insuffisance de réglementation. Ce sont d'ailleurs bien souvent les mêmes qui se lamentent maintenant sur les prétendues insuffisances de réglementations et qui se félicitaient hier des capacités de prêts fantastiques de Fannie Mae et de Freddie Mac, deux organisations particulièrement démunies de fonds propres...

Aux États-Unis, les « régulateurs » – qu'on devrait appeler les « réglementeurs » – ont fini par comprendre que la règle *mark-to-market* était dangereuse. On a donc autorisé les banques à introduire d'autres méthodes d'évaluation en tenant compte de quelques principes de marché et à condition de les préciser dans leurs documents financiers. En octobre 2008, l'International Accounting Standards Board (IASB), organisme indépendant chargé d'élaborer les normes comptables internationales, a rendu possibles certains aménagements à la règle de la « juste valeur » qui impliquait une

évaluation des actifs en fonction des valeurs de marché du moment. Elle a permis de figer l'évaluation des actifs à leur valeur du 1^{er} juillet 2008. Et l'homologue américain de l'IASB, le Financial Accounting Standards Board (FASB), a adopté des mesures similaires.

Une certaine flexibilité a donc été introduite temporairement dans les réglementations. Mais, comme l'écrit Herbert Grubel¹, professeur d'économie à la Simon Fraser University, de manière générale, « la tragédie, c'est que des leaders comme Sarkozy et ses admirateurs n'apprennent jamais les leçons de l'histoire. Presque toutes les réglementations étatiques n'ont pas réussi à atteindre leurs objectifs dans le long terme ou bien elles ont produit des effets collatéraux coûteux et inattendus plus importants que ceux qui auraient été imposés par des marchés non réglementés. Il n'est pas nécessaire de s'enfoncer encore plus dans cette tragédie... ». Il aurait pu ajouter qu'une autre tragédie est celle qui se prépare du fait de la coopération internationale pour contrôler le fonctionnement des marchés financiers. En effet, lorsqu'une réglementation est purement nationale, on peut garder l'espoir que les « régulateurs » aient suffisamment de lucidité pour se rendre compte que leurs règles sont nocives, comme cela a donc été le cas aux États-Unis pour les normes comptables. Mais lorsque les réglementations résultent d'un accord international – comme cela est le cas pour le fameux ratio de fonds propres des accords de Bâle II – on doit sans doute perdre tout espoir qu'une nouvelle négociation internationale conduise à la disparition de ces règles pernicieuses. Nous reviendrons ultérieurement (chapitre 6) sur le problème de la coopération internationale et nous aurons donc l'occasion de dire pourquoi les décisions prises en avril et sep-

1. Herbert Grubel, www.sfu.ca/~grubel/not_new_regulation,_please.htm/

tembre 2009 par le G20 (à Londres, puis à Pittsburg) sont pleines de dangers.

Il est certes vrai que la définition de normes comptables est difficile et qu'il est vain de chercher des règles parfaitement justifiées. D'un côté, il y a le risque de conserver des évaluations totalement irréalistes si, par exemple, on se contente d'évaluer les actifs à leur prix d'achat initial. D'un autre côté, on risque de faire apparaître des pertes ou des gains purement virtuels en utilisant une évaluation au jour le jour et en oubliant la « vraie » valeur de long terme des actifs. Mais c'est précisément parce qu'il ne peut pas y avoir de normes parfaites qu'il convient de ne pas réglementer et donc de ne pas prendre le risque de figer pour toujours des modes d'évaluation qui peuvent être dangereux dans certaines phases conjoncturelles ou qui peuvent conduire de manière durable à une mauvaise appréciation des pertes et des gains. Parce que la connaissance ne peut pas être parfaite, il vaut mieux expérimenter et laisser les organisations concernées choisir elles-mêmes leurs méthodes comptables, quitte à les préciser de manière à bien informer les acteurs de marché. La concurrence est toujours souhaitable, en particulier parce qu'elle est, selon l'expression de Friedrich Hayek, un « processus de découverte ». Elle n'est pas profitable seulement pour les transactions sur marchandises. Elle l'est pour toutes les activités humaines et, par exemple, pour la définition des normes comptables. Par un processus d'essais et d'erreurs, on expérimente diverses règles comptables et, peu à peu, on sélectionne celles qui semblent donner la meilleure information. C'est aux entreprises concernées, à leurs actionnaires et clients, de procéder peu à peu à ce processus de sélection. Ainsi, si une institution financière cache ses procédures comptables ou adopte des procédures considérées comme mauvaises, elle aura plus de mal à convaincre des investisseurs

ou des déposants de leur confier leurs fonds. La recherche des meilleures normes est dans l'intérêt de tous.

Le recours à des processus d'essais et d'erreurs successifs est donc très supérieur à l'arbitraire de « régulateurs » qui laissent croire qu'ils sont dotés de la connaissance parfaite. On s'en remet alors à eux comme si leurs décisions étaient une garantie de sécurité et on s'aperçoit trop tard des erreurs de grande dimension qu'ils ont introduites dans tout un système. On a en effet beaucoup parlé de « crise systémique » à propos de la crise financière et on laisse constamment entendre que l'intervention étatique est nécessaire dans le domaine monétaire et financier parce que les crises y seraient « par nature » systémiques. En réalité, il n'y a pas de raison pour que les difficultés soient davantage systémiques dans ce domaine que dans d'autres. Mais c'est surtout parce que les activités monétaires et financières sont très étroitement réglementées et contrôlées, parce que des règles et des comportements identiques sont imposés à tous les participants des marchés que l'on a l'impression de crises systémiques et que les crises effectivement deviennent systémiques ! Si, par exemple, chaque banque avait eu le droit de choisir son propre ratio de fonds propres et ses propres normes comptables – ce qui devrait faire partie légitimement de leur droit à choisir une stratégie d'entreprise –, les banques auraient diversifié leurs situations et, par exemple, celles qui auraient choisi d'avoir un ratio de fonds propres important et des normes comptables satisfaisantes auraient été protégées d'une crise qui aurait pu frapper certaines autres. La réglementation supprime la responsabilité. Or la responsabilité est à la fois un principe moral et, par conséquent, un principe d'efficacité. Si on supprime la responsabilité de manière « systémique » – c'est-à-dire en l'imposant à tout un système, tel que le

système financier –, sous prétexte de régulation globale, on détruit l'autorégulation qu'apporte nécessairement un système fondé sur la responsabilité et on crée les conditions d'apparition de crises systémiques.

*Le rôle de prêteur en dernier ressort
de la banque centrale*

Les banques centrales n'ont pas toujours existé. Elles sont même une invention relativement récente dans l'histoire de l'humanité puisqu'elles ont commencé à se développer au XIX^e siècle et se sont généralisées à presque tous les pays du monde au XX^e siècle. Pourtant les banques centrales ne sont pas nécessaires et elles sont même nuisibles. Elles constituent en effet des monopoles nationaux. Or tous les monopoles sont potentiellement nuisibles, mais seuls ceux qui bénéficient de privilèges étatiques et sont donc capables de supprimer la concurrence de producteurs meilleurs qu'eux sont durables et durablement nuisibles. Tel est le cas des banques centrales¹. Et c'est pour cette raison qu'il ne faut pas s'étonner si le XX^e siècle et le début du XXI^e siècle, période de triomphe des banques centrales, ont été les périodes de l'histoire où l'on a connu le plus d'inflation – c'est-à-dire que les monnaies ont été de plus mauvaise qualité – et le plus grand nombre de graves crises monétaires et financières. Pourtant, on a du mal à imaginer à notre époque qu'un système monétaire puisse fonctionner sans banque centrale et, parmi les justifications que l'on donne généralement de leur existence, on soutiendra le plus souvent qu'il

1. Pour une analyse plus développée de ces questions voir notre ouvrage, *La Vérité sur la monnaie*, op.cit.

est indispensable, pour le bon fonctionnement d'un système monétaire et financier, qu'une organisation joue le rôle de « prêteur en dernier ressort », ce qui est précisément l'un des rôles habituels des banques centrales. Mais pourquoi ce rôle serait-il nécessaire ?

La réponse consiste évidemment à dire qu'il y aurait une caractéristique particulière des systèmes financiers et monétaires, à savoir qu'ils seraient susceptibles de faire naître un risque systémique, c'est-à-dire un risque généralisé à tout le système et non pas localisé à un établissement ou à un petit nombre d'établissements. En effet, pense-t-on, si un établissement financier fait faillite, il risque d'entraîner tout le système dans une spirale de pertes et de faillites, en particulier s'il est de grande dimension. De là vient d'ailleurs l'expression si fréquemment utilisée *too big to fail* (« trop grand pour faire faillite »), car on ne veut pas courir le risque de cette réaction en chaîne. En effet, les banques se caractérisent par le fait qu'il existe de nombreuses interdépendances entre elles, chacune détenant des actifs émis par les autres. Il y a aussi la crainte que la faillite d'une grande banque entraîne une panique et qu'un grand nombre de déposants retirent leurs dépôts – soit en demandant des billets émis par la banque centrale, soit même en plaçant leurs avoirs à l'étranger. Autrement dit, le comportement rationnel de chaque individu risquerait de provoquer une catastrophe globale. Les autorités monétaires, garantes de l'*intérêt général*, auraient donc le devoir de fournir des liquidités aux banques qui risqueraient, sinon, de faire faillite. Tel est le rôle de la banque centrale en tant que prêteur en dernier ressort.

En temps normal, en effet, une banque qui a des besoins de financement à court terme peut trouver sur le marché interbancaire des ressources provenant des banques qui ont des liquidités disponibles. Mais, lorsque la défiance

s'installe, ce circuit se paralyse, toutes les banques hésitant à se prêter, car elles craignent la faillite de leurs emprunteurs. C'est d'ailleurs un processus de ce genre que l'on a vu au cours de la crise financière de 2008-2009. Les banques centrales de nombreux pays sont donc intervenues pour sauver de la faillite les banques appartenant au système monétaire qu'elles contrôlent. L'exception la plus célèbre fut celle de Lehman Brothers dont beaucoup pensent qu'elle a été le signal d'une crise de confiance qui a aggravé la crise¹.

Que faut-il penser de ces raisonnements ? Il faut tout d'abord le souligner à nouveau : dans un monde où les banques auraient des fonds propres importants, elles seraient beaucoup moins fragiles, de telle sorte que la probabilité d'une faillite serait beaucoup plus faible et qu'il n'y aurait pas de risque systémique. Seules quelques rares banques qui auraient des fonds propres particulièrement faibles ou qui auraient pratiqué des opérations particulièrement risquées pourraient faire faillite. Mais, avant même qu'on arrive à cette extrémité, des processus d'autorégulation se seraient mis à l'œuvre, par exemple parce que les déposants dans les banques commerciales, alertés par le niveau relativement faible des fonds propres de leur banque, auraient retiré leurs dépôts. Il y aurait donc là un signal important pour les propriétaires des banques concernées, les incitant à modifier leur politique. Un processus du même type aurait également lieu dans les banques d'investissement, puisque la baisse de leurs fonds propres rendrait

1. Henri de Castries, dans son interview déjà citée, estime que Lehman Brothers avait surtout des clients institutionnels, tandis que AIG – la grande firme d'assurance américaine qui s'était aventurée dans l'assurance des crédits – avait des millions de clients ; c'est sans doute pourquoi les autorités américaines ont permis la faillite de la première, mais pas de la seconde.

plus difficile pour elles des émissions d'actions ou d'obligations pour se financer. En revanche, dans le monde dans lequel nous nous trouvons, chaque banque se contente à peu près de respecter le ratio minimum de fonds propres qui lui est imposé du fait de la réglementation, et la différenciation des situations est faible. Ainsi, il n'existe pas de signal permettant de savoir si une banque est particulièrement fragile. C'est tout le système qui est fragile. Dans ces conditions, on estime nécessaire d'avoir un prêteur en dernier ressort. Mais il serait bien préférable de créer les conditions qui permettraient un vrai retour au capitalisme, c'est-à-dire à des montants élevés de droits de propriété sous forme de fonds propres, rendant illusoire le risque systématique et inutile le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale.

On peut aussi se demander si, même dans le système malsain dans lequel nous nous trouvons, le processus redouté des faillites en chaîne existe véritablement. Dans le domaine industriel, la faillite d'un producteur important a évidemment des conséquences graves pour toute une série d'autres producteurs, qu'ils soient créanciers de cette entreprise ou fournisseurs, ou même acheteurs. Mais ils arrivent le plus souvent à absorber les conséquences de cette défaillance, tout au moins si l'entreprise en faillite ne représente pas une part prépondérante de leur activité et, bien sûr, si leurs fonds propres sont suffisants. Par ailleurs, le plus souvent, la faillite ne signifie pas la disparition pure et simple d'une entreprise, mais plutôt son rachat total ou partiel par des entrepreneurs mieux aptes à la gérer, de telle sorte que la continuité est dans une certaine mesure assurée entre les activités des différents producteurs. Il n'y a pas de raison qu'il n'en aille pas de même dans le domaine financier. Si un établissement financier a accordé des crédits trop

risqués et qu'il fait faillite, il en résulte évidemment un coût pour ses actionnaires et pour tous ceux qui avaient des créances sur lui. Pourtant, comme pour les activités industrielles, cela ne signifie pas la disparition complète de tout ce qui constituait l'établissement en faillite. Ses activités peuvent être reprises par d'autres, son personnel embauché par ses concurrents, ses créances rachetées, éventuellement avec une décote, ou l'établissement tout entier peut être racheté par de nouveaux propriétaires. Cette dernière éventualité s'est d'ailleurs présentée en 2008-2009 puisque plusieurs banques ont été rachetées par d'autres, ce qui signifie d'ailleurs – on peut le souligner au passage – que toutes les banques ne se trouvaient pas dans la même situation difficile, c'est-à-dire qu'il n'y avait pas nécessairement un processus affectant tout le système.

Enfin, l'existence d'un prêteur en dernier ressort a un effet nuisible extrêmement important en modifiant les incitations des opérateurs. En effet, si l'on pense – comme l'expérience semble le prouver – qu'en cas de difficultés un établissement financier pourra compter sur les autorités monétaires, ou même sur le Trésor public, pour le sauver de la faillite, ses dirigeants sont beaucoup plus enclins à prendre des risques. Plus ils prêtent, plus ils prennent de risques, plus ils font de profits. Et ils font le pari que les pertes, elles, seront collectivisées, puisqu'elles seront à la charge des autorités monétaires ou de l'État, c'est-à-dire, en définitive, des contribuables. C'est exactement ce qui s'est passé au cours de la crise financière. Comme cela est généralement le cas, l'intervention étatique crée les problèmes mêmes qu'elle prétend éviter ou guérir !

Ainsi se mettent en place, peu à peu, les pièces du grand puzzle étatique, dont chacune isolément peut sembler justifiée, mais dans lequel chacune en influence d'autres,

dessinant ainsi peu à peu un paysage inquiétant. À partir du moment où l'ordre « normal » des choses – c'est-à-dire l'ordre capitaliste – est bouleversé, toutes sortes d'effets non voulus apparaissent. On essaie de corriger chacun d'entre eux par une action parcellaire qui crée de nouveaux problèmes et ainsi, progressivement, c'est l'ensemble du système qui est transformé et détérioré.

C'est ce type de processus qui est fort justement décrit dans une publication plutôt confidentielle¹. Comment se fait-il, y observe-t-on en effet, que les épargnants ne se soient pas inquiétés en constatant que les banques affichaient depuis plusieurs années un taux de rentabilité sur fonds propres d'environ 20 % (grâce à l'« effet de levier »), c'est-à-dire au moins deux fois plus que les autres activités ? Normalement, il y a égalisation des taux de rendement, tout au moins à risque égal. Mais ceci n'a pu se faire qu'en prenant plus de risques grâce à l'effet de levier. C'est donc un niveau de risque très élevé qui a été accepté. Il l'a été parce que les banques « bénéficient implicitement ou explicitement d'une garantie de sauvetage des "prêteurs en dernier ressort" que sont les banques centrales ». Les gouvernements ont alors essayé de surmonter ce dilemme en imposant « des règles prudentielles de toute nature, des contraintes de liquidité et des fonds propres minimums. Mais ces règles sont aussi facilement contournables que les murailles de Chine ou les lignes Maginot. C'est notamment à ce jeu que s'emploient les cohortes de génies de la finance payés à prix d'or par leurs maisons. C'est ainsi que titrisation, produits structurés, *hedge funds* et dans une certaine mesure fonds de *private equity* ont vu le jour pour permettre aux banques de sortir les risques de leurs bilans tout en y maintenant l'essentiel des profits par le biais de commissions ».

1. *Le Bulletin. Gestion financière privée*, 4^e trimestre 2007.

L'assurance des dépôts

Il existe dans la plupart des pays développés un système d'assurances qui garantit aux déposants qu'ils seront indemnisés intégralement si jamais la banque dans laquelle se trouvent leurs dépôts fait faillite. En général, il existe d'ailleurs un plafond de garantie, car on cherche surtout à protéger les déposants individuels et non les entreprises et autres organisations. Bien entendu, en dehors de son aspect purement assurantiel, ce dispositif est, lui aussi, censé diminuer le risque de crise systémique. En effet, dans la mesure où ils savent qu'ils ne risquent pas de perdre le montant de leurs dépôts en cas de faillite – même s'ils peuvent cependant rester indisponibles pendant un certain temps –, les déposants sont moins tentés de retirer leurs dépôts en cas de craintes sur la solvabilité de leur banque. On éviterait ainsi les paniques bancaires.

Il existe toutefois une caractéristique de ces systèmes d'assurances qui pose problème : il s'agit en général de *monopoles publics*. Il y a là une différence essentielle avec un système où l'assurance serait fournie par des compagnies d'assurances privées en concurrence. Que se passerait-il en effet dans ce dernier cas ? Ce qui se passe dans tout système d'assurance, c'est-à-dire une adaptation du montant des primes d'assurances aux risques. En effet, il existe toujours, dans le domaine de l'assurance, le phénomène bien connu du hasard moral, c'est-à-dire que les assurés sont moins attentifs et plus prêts à prendre des risques s'ils savent que, de toute façon, les conséquences de leurs prises de risque seront supportées par les assureurs. C'est bien pourquoi les assureurs établissent en général un lien entre le montant des primes et le niveau de risque encouru, afin d'inciter les

assurés à limiter leur exposition au risque. Bien entendu, si l'assureur allait jusqu'à individualiser les risques encourus par chacun, il n'y aurait plus, à la limite, d'assurance, puisque celle-ci consiste à mutualiser les risques entre un grand nombre d'assurés. C'est pourquoi, dans un système concurrentiel où il existe plusieurs assureurs, chacun d'entre eux cherchera à trouver le point optimal entre deux exigences : la mutualisation des risques et la minimisation du hasard moral. Il y aura donc une diversification des contrats d'assurances permettant à chaque assuré de choisir la combinaison la meilleure pour lui du point de vue du montant de la prime et de la garantie offerte. C'est ainsi que se fait l'autorégulation dans un système concurrentiel de prise en charge du risque.

Dans le domaine bancaire, le paiement de la prime peut être supporté par la banque (qui la répercute d'ailleurs probablement sur ses clients), ou bien par les clients eux-mêmes. Dans tous les cas, l'augmentation du niveau de risque se traduit par une augmentation du montant des primes et donc par une incitation pour la banque à diminuer le niveau de risque et pour les clients à rechercher la banque qui ne leur impose pas – directement ou indirectement – des coûts d'assurance trop élevés. Or l'appréciation du risque implique l'analyse de l'ensemble du bilan d'une banque. Il ne suffit pas en effet de se préoccuper, par exemple, du ratio de fonds propres, mais d'évaluer l'exposition aux risques de l'ensemble de l'activité bancaire, en particulier de la solvabilité des emprunteurs¹.

1. C'est d'ailleurs pourquoi le ratio de fonds propres imposé par les accords de Bâle II tient compte à juste titre des risques bancaires. Mais il a l'inconvénient d'être décidé arbitrairement une fois pour toutes sans que puisse prendre place le mécanisme d'essais et erreurs d'un système concurrentiel.

Nous ne sommes malheureusement pas dans un schéma de ce type, puisqu'il y a monopole de l'assurance des dépôts aux mains d'organisations publiques. Celles-ci ne sont pas poussées par la concurrence à rechercher la meilleure combinaison de coûts et de risque. De manière absolument générale, les indemnisations sont données de manière immuable et les primes d'assurances payées ne dépendent pas du risque réel. L'assurance des dépôts ne joue donc pas son rôle de régulation. Et comme elle est appliquée de manière identique à toutes les banques, elle rend possible une prise de risque excessive par toutes, ce qui crée un risque systémique. Ainsi, une disposition réglementaire ou légale, l'assurance publique des dépôts, qui est censée diminuer le risque systémique – en essayant d'éviter les paniques bancaires – contribue en fait à l'augmenter. Et lorsque ce risque potentiel se transforme en difficultés réelles, on aura beau jeu de proclamer qu'il existe heureusement des mécanismes de prise en charge de certaines des conséquences du risque systémique ! Ainsi, au lieu d'avoir ce qui est souhaitable, *un système d'autorégulation*, on obtient *un système d'auto-justification* : un système censé couvrir des risques contribue à créer les risques qui permettront de justifier son existence !

Le monopole des agences de notation

Au cours de la crise financière, on a beaucoup critiqué les agences de notation chargées d'évaluer les risques des différents types d'actifs et établissements financiers. On s'est en effet rendu compte – mais *a posteriori* seulement – que celles-ci avaient probablement fait preuve de complaisance à l'égard des firmes notées et qu'elles avaient donc contribué à créer un sentiment de confiance injustifié, ce qui a masqué le comportement de prise de risque excessif de nombre de ces

firmes. On a souligné à cette occasion que la pratique consistant à faire payer les services des agences de notation par les entreprises notées incitait évidemment les agences à minimiser le niveau de risque et à donner de trop bonnes notes de manière à plaire à leurs clients.

Ce mode de rémunération pose effectivement problème, mais il faut peut-être comprendre qu'il est difficile de faire autrement. En effet, une information constitue un « bien libre » à partir du moment où elle est créée et ceux qui la possèdent peuvent la disséminer autant qu'ils le désirent à un coût qui est pratiquement nul, en particulier à notre époque. Or imaginons qu'une agence de notation fasse payer ses services d'information et d'évaluation à un individu qui désirerait acheter un actif ou investir dans un établissement financier. L'agence ne pourra lui demander qu'une très faible rémunération, compte tenu du pouvoir d'achat de son client (bien inférieur à celui d'une banque !). Une fois la note obtenue, ce client pourra la diffuser sans limites, gratuitement ou moyennant paiement, sans que le producteur de l'information initiale puisse en retirer bénéfice. Il est donc rationnel qu'une agence de notation se fasse payer par un client unique et important, l'établissement financier qu'elle note, au lieu d'essayer de vendre ses informations et ses notes à un très grand nombre de petits acheteurs.

Mais il y a un autre aspect de cette question qui n'a été souligné que très rarement, à savoir que, dans la plupart des pays, il n'existe pas une véritable concurrence entre les agences de notation¹. Ainsi, aux États-Unis, trois agences

1. Cet aspect du problème a été bien développé dans le texte de James Alexander, « Regulatory arbitrage and over-regulation », in Philip Booth (éd.), *Verdict on the Crash. Causes and policy implications*, Londres, Institute of Economic Affairs, 2009.

seulement sont habilitées par les autorités financières à effectuer des notations « officielles ». Autrement dit, c'est, une fois de plus, une réglementation d'origine étatique qui crée un problème et qui fausse le fonctionnement normal du marché. Un jeu fermé à trois personnages se développe alors : les autorités monétaires et financières s'assurent que les établissements financiers respectent bien leurs obligations selon les critères de Bâle II, ce qui implique d'avoir d'autant plus de fonds propres que les risques assumés sont plus importants. Les établissements financiers ont alors bien compris que le plus important pour eux n'était pas de donner une information de bonne qualité au marché, mais de satisfaire aux critères de Bâle II vis-à-vis des autorités réglementaires et, pour cela, d'obtenir de bonnes notes de la part des agences de notation qu'elles rémunèrent. Les agences de notation disposent ainsi d'une clientèle captive qu'elles souhaitent satisfaire à bon compte. Il y a donc une complicité entre ces trois partenaires – État, agences de notation et établissements financiers – qui favorise la sous-estimation des risques véritables.

Ainsi, jusqu'aux années 1970-1980, on a eu dans tous les pays du monde des systèmes financiers étroitement réglementés qui empêchaient certes certains risques importants mais au prix de contraintes excessives imposées aux marchés financiers. On a fort heureusement procédé à une large déréglementation, qui a permis aux marchés financiers de mieux jouer leur rôle dans le financement de la croissance. Mais cette déréglementation n'est pas allée jusqu'au bout et on n'a donc pas permis aux processus d'autorégulation de jouer pleinement leur rôle. On prétend alors désormais que la déréglementation est allée trop loin et qu'il faut rétablir des réglementations plus strictes. On ne voit pas que le problème révélé par la crise financière est celui des incohérences introduites par des réglementations encore très strictes, décidées de manière uniforme et sans

considération de leurs conséquences ultimes. Parce que seul le marché – c'est-à-dire l'imagination des êtres humains – est capable de susciter des processus d'autorégulation, il faut au contraire terminer complètement le travail de déréglementation en gardant toujours à l'esprit l'idée suivante : *la réglementation empêche la régulation, la déréglementation est le meilleur moyen de rendre possible l'autorégulation*¹.

1. C'est pourquoi il serait important d'éviter une grave erreur de langage : on parle couramment de régulation pour désigner la réglementation, du fait sans doute d'une traduction littérale et erronée de l'anglais, pour lequel *regulation* signifie en français *réglementation*, alors que le terme français de *régulation* se traduirait par *adjustment*.

CHAPITRE 2

La faute à la finance ?

Compte tenu de tout ce que nous avons vu jusqu'à présent, il paraît évident que *tout ce qui a provoqué la crise monétaire et financière résulte de l'interventionnisme étatique qui a empêché l'autorégulation par les marchés*. Mais, dira-t-on certainement, il n'en reste pas moins vrai que les banquiers et dirigeants d'établissements financiers portent leur part de responsabilité, car c'est tout de même eux qui ont pris des risques excessifs, sans lesquels la crise ne se serait pas produite ou n'aurait, tout au moins, pas eu l'importance qu'elle a eue. On souligne en particulier que les banquiers ont pris ces risques de manière à maximiser leurs profits à court terme. Ces remarques permettent d'instruire le procès contre le capitalisme qui serait, dit-on, myope, c'est-à-dire incapable d'assurer la régulation du système financier et du système économique sur le long terme.

Pour pouvoir analyser de manière correcte le comportement des banquiers, il nous faut d'abord prendre un peu de recul et analyser plus largement le fonctionnement des systèmes économiques de notre époque, ce qui nous aidera à comprendre comment il est possible d'apporter de la cohérence à l'explication de la crise, en dépit de la diversité des

causes de cette crise, celles que nous venons de voir – la politique monétaire, la politique du logement et les réglementations – et celle que nous allons examiner ultérieurement, à savoir le comportement de banquiers que l'on dit être des capitalistes. On se rendra alors compte que toutes les causes « immédiates » de la crise procèdent elles-mêmes d'une source unique, l'affaiblissement des disciplines du capitalisme. Il y a là une leçon fondamentale pour le futur.

REPÈRES : LES DEUX MODÈLES

Afin de faciliter la compréhension de la crise des années 2008-2009, nous allons brosser à grands traits les caractéristiques de deux modèles économiques simplifiés. Le premier – que nous appellerons le modèle de référence – est en fait assez proche de la situation qui prévalait au XIX^e siècle. Le second est inspiré de ce que l'on appelle la « théorie autrichienne du cycle » (développée en particulier par les deux grands économistes d'origine autrichienne, Ludwig von Mises et Friedrich Hayek) et nous aurons l'occasion de revenir de manière plus précise sur cette théorie, en particulier au chapitre 3. Pour bien comprendre les différences entre ces deux modèles – et donc l'origine profonde de la crise économique –, il nous faut tout d'abord rappeler quelques principes et concepts de base.

Dans une société libre, les prix jouent un rôle essentiel parce qu'ils reflètent les raretés relatives des biens. Ils constituent donc un guide indispensable pour les décisions de production ou de consommation des individus. L'augmentation du prix d'un bien par rapport aux autres est le signe d'une

raréfaction relative de ce bien, c'est-à-dire que la demande pour ce bien augmente plus vite que la demande pour les autres biens et/ou la production en augmente moins rapidement : dans les deux cas il y a apparition d'une plus grande rareté relative. Cette loi de l'offre et de la demande est évidemment le pivot de tout raisonnement économique, mais elle correspond aussi parfaitement à l'expérience concrète que peuvent avoir tous ceux qui ont l'occasion de faire des transactions, c'est-à-dire tout le monde ! Elle ne devrait absolument pas être mise en cause et, par ailleurs, on ne devrait absolument pas l'oublier lorsqu'on veut comprendre et analyser une situation concrète.

C'est précisément à cause de ce rôle unique dans la révélation des raretés relatives, c'est-à-dire à la fois des désirs d'appropriation et des capacités de production, que les hommes de l'État devraient s'abstenir de toute manipulation de prix. En intervenant sur les marchés pour imposer un prix ou pour en influencer un, ils détruisent une information essentielle et font naître des illusions. S'ils imposent un prix plus élevé que le prix qui permettrait la compatibilité entre l'offre et la demande d'un bien, ils incitent les acheteurs à se détourner de ce bien pour acheter d'autres biens, et ils incitent les offreurs à augmenter une production qui paraît plus rémunératrice. La conséquence est évidemment un excès d'offre : certains producteurs n'arrivent pas à écouler leurs biens et services sur le marché, mais ceux qui arrivent à les vendre font un gain supplémentaire. Il y a donc un effet de répartition important : ceux qui font un gain – les producteurs qui arrivent à vendre – l'obtiennent aux dépens, d'une part, des autres producteurs et, d'autre part, des acheteurs qui sont obligés de payer plus cher pour ce qu'ils désirent. On obtiendrait à peu près le même résultat si l'État prélevait un impôt sur les membres

de certaines catégories et en distribuait le montant aux membres d'une autre catégorie, non sans avoir prélevé au passage une part de ce prélèvement à son profit. On a ici l'illustration d'un phénomène général de l'action publique : la plupart du temps, les politiques économiques ne permettent pas d'obtenir un gain net, mais seulement de provoquer un transfert, imposé par la contrainte, de certaines catégories de personnes vers d'autres. Or non seulement ce transfert est destructeur d'information, mais il est immoral, puisqu'il viole les droits de propriété légitimes des uns pour distribuer des droits de propriété aux autres de manière arbitraire. Il est immoral également parce qu'il consiste à tromper l'opinion en lui donnant de fausses informations. Le mensonge privé est réprimé, par exemple lorsqu'une société par actions donne de fausses informations au marché, mais le mensonge public est accepté, sinon glorifié.

À titre d'exemple d'une politique de ce type, on peut citer celle du salaire minimum : en imposant un salaire minimum plus élevé que celui qui correspondrait à l'équilibre entre l'offre de services de travail par les salariés et la demande de services de travail par les employeurs, l'État fait croire qu'il permet aux salariés d'être mieux payés. En réalité, il exclut du marché du travail un certain nombre de personnes qui voudraient travailler, mais dont la productivité n'est pas suffisante pour permettre aux employeurs potentiels de leur proposer un salaire égal au salaire minimum. Il crée donc du chômage et il diminue l'activité des entrepreneurs et, par conséquent, la quantité de ressources disponibles dans l'économie. Ceux qui, malgré tout, restent employés obtiennent peut-être un gain. Cependant, cette dernière conséquence n'est elle-même pas certaine : en effet, si certains restent employés en dépit de l'existence d'un

salaires minimum, c'est que leur productivité est suffisante pour justifier ce salaire. Mais c'est aussi dire que, en l'absence d'un salaire minimum, ils auraient sans doute obtenu ce niveau de salaire. Ce serait particulièrement vrai dans l'hypothèse où il y aurait plein-emploi – ce qui impliquerait, en particulier, l'absence d'un salaire minimum – et où, par conséquent, les employeurs essaieraient de retenir leurs salariés les plus productifs en leur offrant un salaire aussi élevé que possible.

Si les hommes de l'État imposent un prix plus bas que le prix d'équilibre, on a alors la situation symétrique : il y a un excès de demande et l'offre est réduite par rapport à ce qui se passerait en l'absence de cette politique, de telle sorte que tous les demandeurs ne peuvent pas obtenir satisfaction. Ceux qui peuvent se procurer le bien ou le service désiré font un gain – puisqu'ils paient moins cher que ce qu'ils étaient prêts à payer, mais aux dépens de ceux qui sont ainsi exclus du marché (autres demandeurs et producteurs qui ne peuvent pas être rentables à un prix aussi bas). Un exemple d'une telle politique est donné par une politique de logement qui impose des loyers trop bas. Certains en profitent, mais d'autres ont du mal à trouver un logement et le rythme de la construction en est ralenti. C'est la pénurie.

On pourrait multiplier les exemples car la loi de l'offre et de la demande est absolument universelle. Mais un prix mérite particulièrement notre attention, le taux d'intérêt. Le taux d'intérêt est en effet le prix du temps. Or il est important parce qu'il concerne à peu près tout le monde. L'être humain a en effet cette caractéristique qu'il vit dans le temps, qu'il est capable d'imaginer le futur et de déplacer des activités dans le temps : ainsi, il peut essayer de rendre actuels des événements qui devraient se passer dans le futur

et, inversement, modifier ses activités du moment de manière à obtenir un plus grand bien-être plus tard. Pour disposer aujourd'hui de ressources normalement disponibles à une date ultérieure, un individu peut « manger son capital », c'est-à-dire qu'il utilise aujourd'hui des ressources qui lui auraient donné un rendement futur. Tel est le cas, par exemple, s'il renonce à effectuer des réparations dans un logement de manière à utiliser immédiatement les ressources correspondantes : la consommation actuelle se fait aux dépens de la consommation future. Mais c'est aussi le cas s'il emprunte, c'est-à-dire qu'il obtient aujourd'hui d'autrui des ressources qui ne lui appartenaient pas. En contrepartie, il remet à son prêteur des ressources qu'il compte obtenir dans le futur. Les ressources ainsi obtenues peuvent être soit consommées soit investies. Dans ce dernier cas, il envisage probablement de rembourser son emprunt grâce au rendement futur de son investissement actuel. Toujours est-il que, pour obtenir des ressources actuelles contre des ressources futures, il doit dédommager son prêteur. En effet, tout d'abord, on préfère des ressources actuelles à des ressources futures, conformément à l'adage : « Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras » ; pour inciter quelqu'un à renoncer à des ressources actuelles qu'il possède, il faut donc le rémunérer. Tel est le rôle du taux d'intérêt : il constitue le prix auquel on achète du temps, c'est-à-dire des ressources actuelles contre des ressources futures¹. Par ailleurs, en prêtant des ressources, le prêteur sait qu'il court un risque, car l'emprunteur peut ne pas honorer ses engagements. Il demande donc ce qu'on appelle une « prime de risque », qui est fonction

1. Plus précisément, si r est le taux d'intérêt annuel, on échange une unité de ressources actuelles contre $1 + r$ unités de ressources futures. Le prix relatif entre les ressources présentes et futures est donc égal à $1/(1 + r)$.

de l'appréciation du risque et qui augmente d'autant le taux d'intérêt.

Symétriquement, d'autres individus acceptent un sacrifice aujourd'hui en n'utilisant pas toutes leurs ressources¹ disponibles, dans l'espoir d'obtenir des satisfactions accrues dans le futur. Mais les ressources ainsi épargnées peuvent être utilisées de diverses manières :

- On peut tout d'abord utiliser soi-même ces ressources. Ainsi, un artisan ou un agriculteur va s'abstenir de consommer la totalité de son revenu de manière à utiliser la partie épargnée pour acheter un équipement dont il espère obtenir un rendement dans le futur. Dans ce cas, celui qui épargne est également celui qui investit.

- On peut mettre en commun les ressources que l'on a épargnées avec des ressources qui ont été épargnées par d'autres. Il en est ainsi, par exemple, lorsque des épargnants constituent le capital initial d'une entreprise. Les ressources ainsi mutualisées permettent d'effectuer des investissements. Au lieu d'être directement propriétaire des ressources investies, comme cela était le cas précédemment, un épargnant devient alors propriétaire d'une partie du capital de l'entreprise. Par la suite, les actions peuvent changer de mains, l'épargne de l'acheteur d'une action prenant alors le relais de l'épargne du vendeur. Cette mutualisation des droits de propriété sur les ressources productives implique évidemment que les processus de décision, au lieu d'être individuels, comme dans le cas précédent, deviennent collectifs. Des

1. Bien entendu, dans une économie monétarisée, comme celle que nous connaissons à notre époque, l'épargne prend une forme monétaire, parce que toutes les transactions se font en monnaie. Mais ce qui est réellement épargné ce sont les ressources réelles que l'on aurait pu se procurer avec les encaisses monétaires en question.

règles doivent donc être mises en place et respectées pour qu'il soit possible de prendre des décisions. C'est le cas, par exemple, de la règle de la majorité.

- Enfin, il est possible de prêter les ressources épargnées à un emprunteur qui les investira. En d'autres termes, l'épargnant vend ses droits de propriété sur des ressources réelles¹ à un investisseur qui lui remet en échange une créance, c'est-à-dire la promesse de lui rendre ces ressources, augmentées d'un intérêt, à échéances données.

Chaque individu compare donc le rendement périodique qu'il peut obtenir de ses ressources épargnées lorsqu'il en garde la propriété, sous forme individuelle ou collective (c'est ce que l'on appelle les fonds propres), et lorsqu'il les cède à autrui (c'est ce que l'on appelle les fonds prêtables). Le taux d'intérêt a donc un rôle éminent à jouer dans les décisions d'épargne, non seulement en ce qui concerne son montant total, mais également sa structure (c'est-à-dire le partage entre fonds propres et fonds prêtables). Comme nous l'avons vu, en effet, le paiement d'un taux d'intérêt permet de transférer des ressources dans le temps, il est, répétons-le, le prix du temps. Le taux d'intérêt étant un prix, on doit lui appliquer la loi générale de l'offre et de la demande. Si le taux d'intérêt augmente, les individus sont incités à prêter davantage, soit aux dépens des fonds propres, soit même aux

1. Comme nous l'avons déjà souligné, dans la réalité, on ne vend pas directement des ressources réelles, mais de la monnaie qui est échangeable contre n'importe quelle ressource réelle. La monnaie peut en effet être définie comme un pouvoir d'achat généralisé, c'est-à-dire qu'elle est échangeable à tout moment, auprès de n'importe qui et contre n'importe quoi (on peut se reporter à ce sujet à notre ouvrage, *La Vérité sur la monnaie, op.cit.*). C'est pourquoi une expression comme « prêter de l'argent » peut conduire à des confusions. En réalité, ce que l'on prête – ou ce que l'on vend –, ce sont les droits de propriété sur les biens réels que représente la monnaie échangée.

dépens de la consommation. Il y a donc probablement à la fois une augmentation de l'épargne totale et une modification de sa structure entre fonds propres et fonds prêtables. De leur côté, les investisseurs sont d'autant moins incités à emprunter que le taux d'intérêt est plus élevé. L'offre et la demande de fonds prêtables évoluent donc en sens inverse par rapport au prix (le taux d'intérêt), comme cela est le cas pour n'importe quel bien. Le taux d'intérêt d'équilibre est celui qui permet de rendre compatibles l'offre et la demande de fonds prêtables. Si les autorités publiques utilisent leur pouvoir de contrainte légale pour éloigner le taux d'intérêt de sa valeur d'équilibre, il en résulte des déséquilibres, c'est-à-dire des écarts entre l'offre et la demande, similaires à ceux que nous avons rencontrés à propos du salaire minimum ou du contrôle des loyers. C'est ce que nous verrons ultérieurement et c'est ce qui explique fondamentalement la crise monétaire et financière.

Il est essentiel de distinguer les fonds propres – qui correspondent aux deux premiers des trois cas ci-dessus – et les fonds prêtables – qui correspondent au troisième cas. En effet, les fonds propres constituent des droits de propriété – sous forme individuelle ou collective – sur des activités productives. En revanche, dans le cas où l'on prête, c'est-à-dire que l'on vend des créances (fonds prêtables), on perd le pouvoir de décision sur l'affectation productive des ressources. Le pouvoir de décision sur les ressources est transféré à l'emprunteur qui est lui-même propriétaire de fonds propres. La distinction entre fonds propres et fonds prêtables est fondamentale pour comprendre le fonctionnement d'une économie et elle est trop souvent oubliée. On peut concevoir une économie sans fonds prêtables, il est beaucoup plus difficile d'imaginer une économie sans fonds propres. C'est pourtant ce qu'on a essayé de faire dans les économies collec-

tivistes, du fait de l'hostilité affichée à l'égard du « capital ». En réalité, parce qu'il faut bien que des droits de propriété existent, il y a dans les économies collectivisées des fonds propres implicites. Mais ils sont mal définis et les pouvoirs de décision résultent alors de rapports de force arbitraires et fluctuants et non de la possession de droits de propriété légitimes et clairement définis. C'est d'ailleurs pour cette raison que les économies collectivisées se sont effondrées.

Malheureusement, à notre époque, on a trop facilement tendance à penser que le financement de l'investissement et de la croissance se fait par les fonds prêtables, c'est-à-dire par le prêt et le crédit. Or plus un investisseur emprunte, plus sa situation devient fragile. En effet, lorsqu'on emprunte, on prend l'engagement de rembourser et de payer le taux d'intérêt. Si les résultats sont inférieurs à ce qui était prévu, on court donc le risque de faire faillite, c'est-à-dire que les fonds propres perdent toute valeur. Imaginons, en revanche, une entreprise dont la croissance est financée uniquement par les fonds propres. Si les résultats ne sont pas bons, cela signifie que la rémunération du capital sera faible, mais cela ne met pas en danger la vie de l'entreprise. Or la prédominance des fonds empruntés dans le financement des économies modernes est à l'origine de la crise financière et elle détermine son importance.

Il y a plus grave et c'est maintenant que nous allons rencontrer nos deux modèles annoncés précédemment : non seulement il y a, à notre époque, une importance trop grande des fonds empruntés par rapport aux fonds propres, mais, en outre, une grande partie des fonds prêtables a pour origine une création monétaire. L'un des drames économiques de notre époque vient du fait que les banques peuvent indéfiniment créer de nouvelles encaisses monétaires – qui consti-

tuent donc des droits de propriété sur des ressources existantes – en accordant des crédits à partir d'une épargne inexistante. Par un simple jeu d'écriture, une banque fait naître une créance à l'actif de son bilan – le crédit accordé à un emprunteur – et une dette monétaire au passif, à savoir les encaisses monétaires qu'elle délivre en contrepartie à son emprunteur et qui sont créées *ex nihilo* !

Le *modèle de référence* – qui nous permettra par comparaison de mieux comprendre les écueils du modèle actuel – est caractérisé par deux éléments :

- Tout d'abord, la création monétaire *ex nihilo* n'est pas possible dans ce modèle. Il existe une certaine quantité de monnaie dans l'économie et personne ne peut manipuler cette quantité arbitrairement. Prenons, à titre d'exemple, le cas de l'étalon-or et, plus précisément, l'hypothèse où l'or circulerait effectivement, sous forme de pièces ou de lingots, pour le paiement des transactions, à l'exclusion de tout autre signe monétaire. Pour que la quantité d'or monétaire dans le monde augmente, il faut, par exemple, découvrir de nouvelles mines d'or ou améliorer les techniques d'extraction. Mais personne, en tout cas, ne peut décider d'augmenter la masse monétaire – la quantité d'or – de manière discrétionnaire. Nous pouvons, pour simplifier le raisonnement, supposer que cette quantité d'or reste absolument constante et, comme nous l'avons vu, dans ce cas il y a une baisse constante du prix des biens et services en termes d'or s'il y a une croissance réelle. C'est la *déflation*, et l'or joue alors fort bien son rôle monétaire, puisque son pouvoir d'achat augmente constamment : un gramme d'or permet d'acheter une quantité croissante de biens réels (il y a augmentation du prix de l'or en termes de biens et baisse du prix monétaire des biens en termes d'or). Par ailleurs, les changements des prix monétaires des biens étant nécessairement fort lents, le

calcul économique en est facilité et les contrats comportent moins d'incertitudes que dans un système comme le nôtre où la masse monétaire peut varier de manière importante et arbitraire. Cette stabilité est évidemment favorable au développement économique.

- En second lieu, dans notre modèle de référence, il existe une épargne volontaire et abondante, en particulier sous forme de fonds propres. S'il en est ainsi, c'est évidemment parce que l'environnement institutionnel, juridique et fiscal est tel que les individus sont incités à faire le choix du futur, car ils savent qu'ils pourront garder l'essentiel des fruits de leur effort d'épargne et que la sécurité de leurs futurs droits de propriété est garantie. Leur épargne permet le financement des investissements et des processus productifs, en particulier ceux qui sont rendus nécessaires du fait des innovations.

La situation économique des pays qui correspondent à ce modèle de référence présente en particulier les traits suivants :

- Tout d'abord, la croissance est probablement forte, car *il n'y a pas de croissance sans épargne*. On le constate d'ailleurs actuellement : le taux d'épargne en Chine est proche de 40 % ou même nettement supérieur depuis une trentaine d'années, ce qui explique un taux de croissance exceptionnellement élevé. Il a été régulièrement supérieur à 45 % à Singapour qui est également un pays à croissance forte et il est élevé dans beaucoup de pays asiatiques émergents.

- En deuxième lieu, ainsi que nous venons de le voir, il n'y a pas d'inflation et il y a, au contraire, de la déflation. La déflation est généralement considérée comme néfaste parce qu'on assimile déflation (c'est-à-dire baisse des prix) et dépression économique. Et ce que l'on sait de la Grande Crise des années 1930 semble justifier ce pessimisme,

contraire aux raisonnements que nous venons de faire ci-dessus. En réalité, si la déflation a été nocive dans les années 1930, c'est parce qu'elle n'avait pas été prévue. Les contrats à long terme n'avaient donc pas pu intégrer cette donnée dans la fixation des prix nominaux. Ainsi, les employeurs avaient accepté, avant la baisse des prix, des salaires nominaux qui se sont révélés comme excessifs lorsque des baisses de prix considérables se sont produites. Ne pouvant ajuster l'évolution des salaires sur l'évolution des prix – d'autant plus que le gouvernement américain faisait tout son possible pour l'empêcher –, les producteurs ont vu leurs marges se réduire et beaucoup d'entre eux ont même fait faillite. En revanche, une déflation régulière et anticipée ne peut avoir que des avantages. C'est dans cette hypothèse que nous nous plaçons pour notre modèle de référence.

- Enfin, le taux d'intérêt est probablement très stable. En effet, le taux d'intérêt est déterminé sur le marché financier (mondial) par confrontation de l'offre et de la demande de fonds prêtables. Or il n'y a évidemment aucune raison pour que l'ensemble des offreurs de fonds prêtables, les épargnants, modifient brutalement leurs préférences, par exemple concernant l'arbitrage entre le présent et le futur ou le partage de leur épargne entre fonds propres et fonds prêtables. De manière similaire, il n'y a pas non plus de raison pour que les demandeurs de fonds prêtables, les emprunteurs, modifient brutalement leurs demandes de fonds ni leurs préférences concernant les modes de financement (par les fonds empruntés ou par les fonds propres). Certes, des évolutions ont lieu, par exemple parce qu'il y a des périodes de plus ou moins forte intensité de l'innovation et donc des évolutions dans les besoins de financement. Mais ces mouvements ne peuvent guère être que lents. Puisque l'offre et la demande de fonds prêtables ne peuvent fluctuer que de manière lente et

dans des limites restreintes, les taux d'intérêt sont donc nécessairement assez stables. On ne peut pas imaginer, par exemple, qu'un taux d'intérêt puisse passer de 5 à 2 % en deux ans.

Le modèle de référence que nous venons de décrire correspond assez bien à la situation de beaucoup de pays qui ont effectué leur décollage économique au XIX^e siècle. L'épargne y était abondante, en particulier parce qu'il n'existait pas de système de retraites par répartition, de telle sorte que les individus étaient obligés d'épargner pour subvenir aux besoins de leurs vieux jours (il n'y a d'ailleurs qu'à lire Balzac, pour se persuader de l'importance de l'épargne à cette époque...). Elle était également abondante parce qu'il n'existait pas de fiscalité confiscatoire, de telle sorte que le rendement de l'épargne après impôt n'était pas très différent du rendement avant impôt, ces deux taux de rendement pouvant même éventuellement être identiques. Les fonds propres étaient importants parce que l'activité des capitalistes était respectée, c'est-à-dire que le risque normal de l'activité productive n'était pas accru par le poids et les incertitudes de l'environnement institutionnel, en particulier dans le domaine fiscal. Il n'est alors pas étonnant de constater que les taux d'intérêt ont peu fluctué au cours du XIX^e siècle et sont restés en général dans une marge comprise entre 2 et 3 %. Par ailleurs, au cours de cette même période, les prix des biens ont peu fluctué, parce que la discipline de l'étalon-or a été largement respectée, c'est-à-dire qu'il n'y a pas eu une création excessive de monnaie. Du fait de l'absence d'inflation, le taux d'intérêt nominal – exprimé en termes monétaires – n'était pas très différent du taux d'intérêt réel – exprimé en termes de biens réels –, ce qui facilite le calcul économique et les contrats de prêt. Croissance forte, prix stables, taux d'intérêt stable et modéré, telles sont les principales caractéristiques de notre

modèle de référence, modèle qui a été en grande partie suivi dans le passé avec succès.

Tout différent, malheureusement, est le *modèle économique de notre époque*. Nous pouvons le caractériser de la manière suivante.

- Tout d'abord *l'épargne est peu abondante, en particulier l'épargne investie en fonds propres*. Il y a à cela plusieurs raisons. L'une d'elles est la prédominance des régimes de retraite par répartition. En effet, dans ce cas, on n'éprouve pas ou peu le besoin d'épargner pour assurer les besoins de l'âge de la retraite, puisqu'on vivra alors aux dépens des autres, à savoir de ceux qui travaillent et qui sont obligés, du fait de la contrainte étatique, de payer les retraites. Il en va bien autrement dans le modèle de référence où il existe un système de capitalisation et où l'on sait bien que son sort futur, lorsqu'on s'arrêtera de travailler, dépendra de l'épargne que l'on aura accumulée au cours de sa vie de travail. Un système de capitalisation repose sur la responsabilité personnelle, puisqu'on supporte soi-même les conséquences de ses propres efforts d'épargne, alors qu'un système de répartition est un système d'irresponsabilité, puisqu'on fait supporter ses besoins par autrui.

La fiscalité joue aussi un rôle majeur dans le comportement d'épargne. Le cas des États-Unis est significatif de ce point de vue, puisqu'il y a double imposition du profit : il est taxé une première fois au titre de l'impôt sur les sociétés, puis une deuxième fois au titre de l'impôt sur le revenu. Cette fiscalité décourage donc l'épargne, mais elle incite par ailleurs les investisseurs à préférer le financement par les fonds empruntés au financement par les fonds propres. Or ces derniers sont évidemment le fondement du capitalisme. On voit donc, à partir de cet exemple, à quel point les États-Unis sont loin de constituer un modèle

d'économie capitaliste, contrairement à ce qu'on se plaît à dire généralement¹.

Il est particulièrement vrai que la fiscalité décourage l'épargne dans un pays comme la France – et bien d'autres pays européens –, où il existe toute une série d'impôts qui frappent la détention du capital, le rendement du capital ou la transmission du capital, puisqu'on y rencontre les droits de succession, les droits de mutation, l'impôt sur la fortune, l'impôt sur les plus-values, mais aussi l'impôt sur le revenu. Ce dernier mérite quelques explications. On peut dire en effet que l'impôt sur le revenu est un impôt sur l'épargne. Ce phénomène est mal connu, il est pourtant très important et facile à comprendre. Imaginons un individu qui a gagné 100 euros au cours d'une période, au titre du rendement de son capital ou au titre de ses revenus du travail. Supposons aussi pour simplifier que l'impôt sur le revenu est perçu au taux de 50 %. Après paiement de l'impôt, il reste donc 50 euros que l'individu peut soit consommer, soit épargner. S'il consomme ces 50 euros, ils disparaissent définitivement du circuit économique, puisque la consommation est un acte de destruction. Ces 50 euros ne pourront plus jamais être frappés par un quelconque impôt. Mais imaginons maintenant que notre individu accepte de sacrifier les satisfactions que lui apporterait la consommation de biens achetés avec ces 50 euros et qu'il fasse l'effort de les épargner. Il en sera puni, car les 50 euros étant réintroduits dans le circuit économique, leur rendement futur entrera dans l'assiette de l'impôt

1. La double taxation des profits est heureusement évitée en France, autrefois par le jeu de l'avoir fiscal, maintenant par d'autres dispositions équivalentes. Par ailleurs, on a récemment permis au rendement des actions de bénéficier des dispositions du prélèvement libératoire à l'égal de ce qui existait pour les obligations. Mais le capital est surtaxé à d'autres points de vue, comme nous l'indiquons ci-après.

sur le revenu futur ; il sera donc taxé : ainsi, si le rendement du capital est de 5 %, chaque année notre épargnant recevra 2,50 euros, mais il devra en payer la moitié au fisc au titre de l'impôt sur le revenu (sans même tenir compte des autres impôts éventuels, tels que cotisations sociales, impôt sur la fortune, etc.). Il y a donc une double taxation de l'épargne, c'est-à-dire que l'on punit le choix du futur par rapport au choix du présent. C'est dramatique, dans la mesure où, nous l'avons dit, une des grandes caractéristiques de l'être humain est sa capacité à imaginer le futur et à agir en fonction du futur. En ce sens on peut définir un être humain comme un épargnant. Et cette caractéristique essentielle de l'être humain est punie par la plupart des systèmes fiscaux de notre époque.

En réalité, le phénomène est même beaucoup plus grave qu'on ne le pense. En effet, ce que nous venons d'expliquer au sujet de l'impôt sur le revenu proprement dit est vrai de toutes sortes d'impôts et taxes dont l'assiette est constituée par le revenu : c'est le cas des cotisations sociales (et de la CSG en France). Mais il faut aller encore plus loin dans l'analyse de ce phénomène. On peut en effet montrer que la taxe sur la valeur ajoutée, la TVA, contrairement à ce que l'on dit généralement, n'est pas un impôt sur la consommation, mais qu'elle est exactement l'équivalent de l'impôt sur le revenu¹. Et puisque l'impôt sur le revenu est un impôt sur l'épargne, *la TVA est un impôt sur l'épargne*. Si l'on fait la somme de tous les impôts qui punissent le choix du futur – divers impôts sur le capital, impôt sur le revenu et cotisations sociales, TVA – on s'aperçoit que le rendement net de

1. On en trouvera la démonstration dans notre ouvrage, *L'Arbitraire fiscal*, Paris-Genève, Slatkine, 1996. On y trouvera également des analyses plus détaillées sur l'imposition du capital.

l'épargne est ridiculement faible, qu'il peut même être nul ou négatif. Dans ces conditions, pourquoi ferait-on l'effort d'épargner, puisqu'on en tire peu ou pas de récompense ? Cela permet sans doute également d'expliquer la faiblesse des fonds propres. En effet, le choix des fonds propres par rapport aux fonds prêtables c'est le choix du risque. Mais on accepte d'autant plus facilement le risque que la probabilité d'un fort rendement existe. Or, dans le monde fiscal où nous vivons, celui qui épargne en fonds propres doit évidemment supporter le risque lui-même, mais, s'il fait un gain, la plus grande partie de ce gain est confisquée par les impôts et taxes divers. On rencontre dans ce domaine, comme dans tant d'autres, l'un des grands péchés de notre époque : *la perte du sens de la responsabilité*. En effet, être responsable signifie que l'on supporte soi-même les conséquences, bonnes ou mauvaises, de ses propres actes. Or nous sommes dans une situation où les mauvaises conséquences sont certes supportées par celui qui a agi, mais où il est privé de la plus grande partie des conséquences positives. Ainsi, pourquoi un entrepreneur irait-il investir (et embaucher) si on lui tient à peu près ce discours : « Dans le cas où vous auriez fait de mauvaises prévisions et où vous feriez faillite, vous devrez en supporter le poids puisque vous êtes responsable. Mais si jamais vous faites un profit, vous devrez en remettre la majeure partie à la puissance publique sous forme d'impôts et cotisations. » Bien entendu, l'affaiblissement du sens de la responsabilité ne vient pas d'un affaiblissement spontané des principes moraux qui ont fait notre civilisation. Il vient de l'environnement institutionnel dans lequel on place de force les individus.

Comment vont alors réagir ceux qui, dans les hypothèses du modèle de référence, seraient normalement prêts à prendre les risques d'une activité productive, prêts à être entrepreneurs ? Ou bien ils renoncent à exercer une activité

entrepreneuriale risquée, ou bien ils se réfugient dans des activités qui, certes, comportent un degré élevé de risque, mais qui, tout au moins, laissent espérer une forte possibilité de gain. Il existe pour cela un moyen : minimiser ses apports en fonds propres, pour minimiser le coût des pertes éventuelles, et avoir massivement recours à l'emprunt (le fameux *leverage* – ou effet de levier – si prisé des financiers au cours des années qui ont précédé la crise financière). Un tel comportement est tout à fait rationnel : puisque, de toute façon, dans le contexte institutionnel actuel, la marge de profit net est très faible, mieux vaut essayer d'obtenir un très fort gain en jouant sur l'écart entre le rendement du capital et le taux d'intérêt payé aux prêteurs et risquer de perdre un capital aussi minime que possible. Ainsi, si les résultats de l'activité économique sont moins satisfaisants que possible, on fait faillite, mais la plus grande partie du poids de la faillite n'est pas supportée par les propriétaires des fonds propres. Ceux-ci sont donc arrivés à transférer les conséquences de la faillite aux créanciers qui n'obtiennent pas le remboursement de leurs prêts, ni, bien sûr, le paiement des intérêts dus. Ainsi est mise en échec la discipline fondamentale d'une économie capitaliste, qui est la discipline de la responsabilité : dans le modèle de référence, le propriétaire de fonds propres est responsable et il supporte lui-même la plus grande partie du poids de ses erreurs. Dans le modèle économique moderne – qui n'est plus, précisément, le modèle typique du capitalisme – le risque est transféré sur autrui. Et nous verrons ultérieurement qu'à l'occasion de la crise monétaire et financière il est non seulement transféré sur les créanciers, mais même plus largement sur l'ensemble des contribuables. Une telle situation est typique des économies collectivistes et nous avons bien là l'illustration du fait que nous ne sommes plus vraiment dans une économie capitaliste. C'est pourquoi il est

totale­ment ridicule de pré­ten­dre que la crise finan­cière est la preuve de la fail­lite du capi­ta­lisme ou du libé­ralisme. Elle est une man­i­fes­ta­tion éclatante de la fail­lite d'un sys­tème qui s'est éloi­gné des prin­cipes capi­ta­listes.

Nous venons donc de rap­pe­ler l'une des carac­té­ris­ti­ques du modèle éco­no­mique moderne, en par­ti­cu­lier le recours massif à l'en­det­te­ment. En­core faut-il se de­man­der comment les de­man­deurs de fonds prê­tables que nous venons de ren­con­trer peuvent se pro­cu­rer les fonds dont ils ont besoin puisque, nous l'a­vons dit, les sys­tèmes fis­caux modernes tuent la propen­sion à épargner. C'est là que nous ren­con­trons la deuxième carac­té­ris­ti­que du modèle éco­no­mique moderne : l'ex­pan­sion du crédit et de la masse moné­taire ou la poli­ti­que de bas taux d'in­té­rêt. En effet, pen­dant que les États, les or­ga­nismes de Sé­cu­ri­té sociale ou de retraite, les collec­ti­vi­tés locales s'achar­nent à détruire l'épargne, il y a des êtres hu­mains qui tra­vail­lent, qui imaginent, qui in­novent, qui inventent le futur. Mais pour mettre en œuvre le produit de leur esprit, ils ont besoin d'épargne, ils ont besoin de finan­ce­ment. Or l'épargne manque. Alors, tel qu'une bonne fée munie de sa ba­guette magique, l'État apparaît en sau­veur de ce qu'il a détruit, et il pro­clame qu'il n'y a rien de plus facile que de fabri­quer de l'épargne, mais qu'il est seul à pou­voir faire ce mag­ni­fique tour de magie. Sa ba­guette magique c'est le con­trôle de la création moné­taire, la création de crédit *ex nihilo* ! En tant que res­pon­sa­ble – on devrait plutôt dire « ir­res­pon­sa­ble » – de la poli­ti­que moné­taire, la banque cen­trale peut dé­ci­der de faire une poli­ti­que moné­taire ex­pan­sion­niste, qui s'ac­com­pagne né­ces­saire­ment d'une dis­tri­bu­tion de crédits et d'une baisse du taux d'in­té­rêt. Elle utilise pour cela les dif­fé­rents in­stru­ments de la poli­ti­que moné­taire qui sont à sa dis­po­si­tion : la poli­ti­que d'*open market* qui consiste à acheter des créances aux banques en contrepartie

de réserves auprès de la banque centrale, ce qui leur permet à leur tour d'accroître le montant de leurs crédits ; la fixation de bas taux d'intérêt pour ses interventions sur le marché ; ou encore la diminution du taux des réserves obligatoires, c'est-à-dire du rapport que les banques sont obligées de maintenir entre le montant de leurs avoirs et les dépôts qu'elles doivent faire auprès de la banque centrale.

Peu importe d'ailleurs la technique précise qui est utilisée par la banque centrale pour atteindre ses objectifs : il y a toujours simultanément création de monnaie, création de crédits et bas taux d'intérêt. Les autorités monétaires ont alors beau jeu de déclarer qu'elles pratiquent une politique de relance, qu'elles soutiennent l'activité économique grâce à de faibles taux d'intérêt qui stimulent l'investissement, mais aussi, éventuellement, les achats de biens durables ou même les dépenses courantes des particuliers. Tout le monde est content : les autorités publiques qui se prennent pour des démiurges capables de faire le bien-être des citoyens, ou, tout au moins, qui arrivent à le faire croire et à se maintenir ainsi au pouvoir ; les investisseurs qui financent leurs projets et qui sont même incités à mettre en œuvre des projets à très faible rendement, ceux-là mêmes qu'il n'aurait jamais été question de faire dans une situation proche du modèle de référence ; les individus qui trouvent éventuellement des occasions d'embauche et qui financent facilement la satisfaction de leurs désirs. Toute cette euphorie provisoire repose sur un gros mensonge d'État : on fait croire qu'il existe une épargne plus abondante que celle qui correspond aux véritables choix des individus entre le présent et le futur. Ce mensonge est d'autant plus gros que, précisément, la baisse du taux d'intérêt qui accompagne nécessairement l'expansion monétaire incite les individus à épargner moins. On rencontre donc ici la situation typique créée par toute intervention publique sur

les prix, comme dans les cas que nous avons exposés précédemment : en maintenant des prix bas – en l'occurrence le prix du temps – les hommes de l'État accroissent la demande de biens présents (les investisseurs demandent plus de biens présents contre des biens futurs) et diminuent l'offre de ces mêmes biens (les épargnants prêtent moins de ressources actuelles contre des ressources futures). Il y a donc un déséquilibre entre l'offre et la demande de fonds prêtables. Tout le système de financement repose sur une illusion créée par les autorités monétaires qui font croire que l'épargne est plus abondante qu'elle ne l'est en réalité. Mais les illusions ne peuvent pas durer indéfiniment : lorsqu'elles se dissipent, c'est la crise.

Nous pouvons résumer de la manière suivante les caractéristiques de nos deux modèles :

	Modèle de référence	Modèle moderne
Épargne	Volontaire et importante Fonds propres importants	Faible Fonds propres faibles
Création monétaire	Nulle	Positive
Taux d'intérêt	Stable	Très variable
Détermination du taux d'intérêt	Par les marchés	Par les autorités monétaires
Activité économique	Croissance régulière	Instabilité
Structures productives	Évolution lente	Chocs conjoncturels

Nous verrons ultérieurement (au chapitre 3), de manière plus précise, comment le cycle économique se développe et aboutit nécessairement à la crise. Mais il est en tout cas évident que ce phénomène d'illusion monétaire a été à l'œuvre dans la crise financière des années 2008-2009, telle que nous l'avons décrite précédemment. Il a été à l'œuvre dans toutes les crises monétaires et financières de l'époque moderne, comme il risque de l'être dans le futur si le système économique n'est pas profondément modifié.

OÙ SONT LES CAPITALISTES ?

Le système institutionnel et économique de notre époque, parce qu'il s'est éloigné des principes fondamentaux du capitalisme, permet donc l'émergence des crises financières. Mais pour avoir une vue d'ensemble complète, il faut aussi comprendre pourquoi les banquiers n'ont pas été plus clairvoyants et donc plus prudents. En effet, même si la responsabilité première de la crise vient de l'excès de création monétaire, on peut se demander pourquoi ils n'ont pas été conscients de ce phénomène et des risques qu'il faisait naître à terme, alors que cela devrait être leur métier. À une question de ce type, il n'existe en général que deux réponses possibles : si les gens se comportent d'une manière contraire à ce qu'ils devraient, semble-t-il, faire, c'est ou bien parce qu'ils sont ignorants ou bien parce qu'ils ont intérêt à se comporter ainsi (ou les deux...). Ces deux types d'explications permettent effectivement de mieux comprendre le déclenchement et le déroulement de la crise financière.

Des financiers avides de gains et preneurs de risques ?

Il peut en effet, tout d'abord, sembler étonnant que les banquiers aient pu faire le choix du court terme et ignorer les conséquences à long terme de prises de risques excessives, même si, nous l'avons vu, l'environnement institutionnel – en particulier les réglementations – conduisait à minimiser les conséquences fâcheuses de ces prises de risques et donc à atténuer la discipline de la responsabilité. En effet, la préoccupation première de tout entrepreneur n'est-elle pas d'assurer la pérennité de son entreprise et donc d'éviter les risques excessifs qui peuvent la faire périr ? Pourquoi en irait-il différemment dans le secteur financier ?

Effectivement, c'est bien ce choix de la pérennité et de la maximisation des profits à long terme qui caractérise ce que nous avons appelé notre modèle de référence et qui a prévalu au cours du XIX^e siècle. Comme nous l'avons rappelé à plusieurs reprises, les fonds propres des banques y étaient très importants. En outre, il existait un grand nombre de banques de dimension faible ou moyenne appartenant à un nombre limité de propriétaires ou même à un seul. Ces propriétaires étaient des capitalistes au sens vrai du mot, puisqu'ils étaient propriétaires légitimes de leur banque. En tant que tels, ils étaient responsables et ils ne souhaitaient évidemment pas la faillite de leurs banques, d'autant plus que les « filets de sécurité » modernes n'existaient généralement pas. Ils évitaient par conséquent d'avoir un ratio de fonds propres trop faible, c'est-à-dire de s'endetter de manière excessive. Par ailleurs, les limites apportées à la création monétaire par l'existence d'un système d'étalon-or rendaient difficile l'élaboration d'une pyramide de crédits construite de manière factice à partir de la création *ex nihilo* d'unités

monétaires. Dans un tel environnement, les capitalistes jouent parfaitement leur rôle de régulateur : en poursuivant leur intérêt – qui consiste en priorité à éviter la faillite et à maximiser les profits de *long terme* – ils sont en même temps fournisseurs d'un « bien public », à savoir la stabilité économique, sans qu'il soit besoin de faire intervenir une organisation qui agit de manière centralisée et par la contrainte, et qui s'appelle l'État. Chaque capitaliste a la responsabilité de choisir son ratio de fonds propres et son degré d'exposition aux risques. Il sait qu'en choisissant un degré de risque plus élevé, il peut accroître ses profits ; mais, ce faisant, il augmente non seulement le risque de faillite, mais aussi le risque de voir ses clients le désertir au profit de ses concurrents (ce qui contribue à la réduction de ses profits).

Malheureusement, le monde moderne ne correspond pas du tout à ce schéma. Ce n'est plus un monde capitaliste – donc fondé sur la responsabilité personnelle ; c'est un pseudo-capitalisme, un capitalisme sans capitalistes, ou, tout au moins, un capitalisme avec peu de capitalistes. Il existe en effet un nombre relativement limité de très grandes banques. Chacune a un actionnariat très dispersé et chaque actionnaire détient une très faible proportion du capital, de telle sorte qu'il ne peut exercer aucune fonction décisionnelle ou de contrôle. Même les actionnaires les plus importants ne détiennent, généralement, qu'une portion limitée du capital social. Devant ce vide décisionnel, ce sont évidemment les managers qui vont s'attribuer le pouvoir de décision. Mais ces dirigeants d'entreprises ne sont pas des capitalistes, ce sont des salariés. Or le système d'incitations est très différent pour les uns et pour les autres. Contrairement aux capitalistes qui ont une vision de long terme, les salariés – même dirigeants – ont une vision de plus court terme. Leur intérêt les pousse, de manière tout à fait rationnelle pour eux – mais

nocive pour les actionnaires – à privilégier le court terme. Ils ont effectivement intérêt à maximiser leurs revenus dans le court terme, car « ce sera toujours ça de pris ». Si leur établissement financier fait faillite, les actionnaires perdent tout le capital qu'ils y avaient mis, mais les dirigeants-salariés ne perdent pas grand-chose. Leur entreprise peut être rachetée par une autre et, de toute façon, ils peuvent quitter l'entreprise en emportant avec eux leur capital qui est en l'occurrence un capital humain (ce que ne peuvent pas faire les vrais capitalistes). Et même s'il n'y a pas faillite, ils peuvent à tout moment quitter l'entreprise dans l'espoir de trouver ailleurs des rémunérations plus élevées, tandis que le capitaliste est en quelque sorte « piégé » dans son entreprise¹.

Ainsi s'explique toute une série d'éléments de la rémunération des dirigeants d'établissements financiers qui attirent l'attention des médias et qui soulèvent souvent l'indignation du public : stock-options généreuses, parachutes dorés extravagants, bonus stratosphériques. Devant l'émotion causée par les révélations sur les « abus » pratiqués dans ce domaine, les politiciens se sont mobilisés et nous aurons l'occasion d'examiner les réponses qu'ils essaient d'apporter à ces « abus ». Soulignons dès maintenant qu'on s'en prend ainsi aux conséquences du fonctionnement d'un système – qui s'est éloigné du modèle pur du capitalisme – sans s'attaquer à ses causes, ce qui impliquerait de permettre le retour à un véritable capitalisme.

1. En fait, c'est la capacité d'innovation des vrais capitalistes – c'est-à-dire la qualité de leur capital humain – qui leur a permis de constituer un capital non humain, ce qui signifie que le capital humain est la source ultime de toute richesse. Lorsqu'ils font faillite, ils perdent leur capital non humain, mais ils peuvent évidemment essayer à nouveau de créer des revenus et d'accumuler du capital en utilisant leur capital humain. Mais il n'en reste pas moins que le capital non humain constitué dans le passé est définitivement perdu.

Mais s'il est vrai que les « excès » constatés proviennent du fonctionnement d'un système capitaliste sans capitalistes, on peut se demander pourquoi on en est arrivé là. La réponse n'est pas simple. Il est certes indéniable que cette situation est en partie le résultat du phénomène central que nous connaissons bien, l'insuffisance de fonds propres, elle-même explicable par les politiques économiques destructrices de l'épargne. Mais d'autres phénomènes ont certainement joué un rôle dans cette lente évolution d'un monde capitaliste responsable à un monde pseudo-capitaliste largement irresponsable. Les crises elles-mêmes ont certainement joué un rôle, dans la mesure où l'on a appliqué le principe *too big to fail* et où la faillite de certaines banques a conduit à leur absorption par d'autres. Ainsi s'est produit un phénomène de concentration bancaire et donc de dispersion de l'actionnariat.

On pourrait aussi, évidemment, évoquer le fait que, dans le domaine financier, les économies d'échelle sont importantes, ce qui conduit nécessairement à la concentration bancaire. Mais on peut légitimement se demander si la croyance dans les économies d'échelle n'a pas un caractère un peu mythique, de telle sorte que la recherche de dimensions constamment accrues reposerait plutôt sur l'ignorance, mais aussi l'intérêt. En l'occurrence, l'intérêt serait celui des dirigeants qui satisfont à la fois leur goût du pouvoir et leurs occasions de profit en accroissant constamment la dimension de leurs entreprises (par acquisition, fusion ou croissance interne). Il y aurait d'ailleurs de ce point de vue un cercle vicieux : à partir du moment où une banque a une dimension suffisamment importante et un actionnariat suffisamment dispersé, le pouvoir de décision échappe aux véritables propriétaires et il se concentre dans les mains des dirigeants-salariés. Ceux-ci ont alors les mains libres pour pratiquer la politique d'augmentation continue de la dimension, en

prenant d'ailleurs éventuellement des risques importants, car cette croissance peut entraîner des changements structurels difficiles à gérer. À son tour, la grande dimension accroît le pouvoir de décision des dirigeants salariés aux dépens des capitalistes.

Si la croyance généralisée dans l'existence d'économies d'échelle – dans la banque, mais aussi dans d'autres secteurs – est souvent mal fondée, c'est parce qu'on en garde une vision purement technique. De ce point de vue, il est certes vrai, par exemple, qu'une banque peut diminuer son niveau de risque en jouant sur la loi des grands nombres qui permet une meilleure diversification des risques, tout au moins jusqu'à un certain point. Mais il ne faut pas oublier qu'il existe aussi des « déséconomies d'échelle » de nature institutionnelle : plus une entreprise est grande, plus il est difficile de contrôler le travail de chacun et de mettre en place des processus de coordination entre tous les salariés. C'est, par exemple, un phénomène de ce genre qui a certainement joué à la fin de 2007 dans l'affaire de la Société générale où un trader a pu provoquer une perte d'environ 5 milliards d'euros du fait d'une exposition de la banque sur une cinquantaine de milliards.

Ce qui est en cause ce ne sont pas seulement les capacités à prévoir des hommes, mais le cadre institutionnel dans lequel ils se trouvent. Plus précisément, la prédominance des visions de court terme et l'instabilité des marchés qui en résulte éventuellement proviennent non pas d'un défaut *du* capitalisme, mais d'un défaut de capitalisme, non pas des défaillances du marché, mais des défaillances des institutions dans lesquelles on le fait fonctionner.

C'est la même déviation que l'on retrouve dans des institutions qui jouent aussi un rôle important dans la prédominance du « court-termisme » à notre époque, à savoir les

fonds de pension. En effet, ceux-ci ne sont pas gérés selon l'optique – indépassable – du capitalisme, puisque leur fonctionnement ne repose pas sur la définition précise de droits de propriété complets, impliquant en particulier la transférabilité des droits. En fait, un fonds de pension constitue généralement une mutuelle ou une association : les « associés » ou cotisants ne peuvent pas transférer leurs droits à autrui, il n'y a pas de marché des droits de propriété sur ces institutions, tout simplement parce qu'elles n'ont pas de propriétaires véritables. Il existe seulement des propriétaires de fait, qui se partagent de manière floue les éléments constitutifs du droit de propriété, à savoir, comme l'avaient si bien souligné les juristes romains, le *fructus*, l'*usus* et l'*abusus*. Personne ne peut vendre ni acheter les droits de propriété sur l'institution (*abusus*), puisqu'ils ne sont pas définis. Les associés, pour leur part, reçoivent une partie des fruits de l'activité du fonds de pension (le *fructus*). Quant au pouvoir de décision (l'*usus*), il appartient plutôt aux gestionnaires.

Dans les associations, les administrations publiques, les mutuelles et fonds de pension, organisations où il n'y a pas de véritables propriétaires, où les associés et cotisants sont très nombreux et dispersés, donc incapables d'exercer le moindre pouvoir de contrôle, les gestionnaires et administrateurs confisquent le pouvoir de décision et, en outre, arrivent généralement à internaliser à leur profit une partie des fruits de l'activité de leurs organisations.

Dans la mesure où l'avenir est incertain, ils ont alors tout intérêt à privilégier les gains de court terme par rapport aux gains de long terme. En effet, s'ils doivent quitter un jour leurs organisations, ils ne peuvent pas vendre de quelques droits de propriété sur ces organisations, contrairement à des actionnaires. Ils n'ont donc aucune incitation à maximiser leur valeur à long terme. Ainsi s'explique le

fonctionnement des marchés financiers à notre époque. Leur instabilité ne résulte pas d'une quelconque instabilité inhérente au capitalisme, mais des atteintes qu'il a subies. Ainsi, au lieu de laisser les individus qui travaillent acheter des actions de banques d'affaires, de manière à se constituer un capital pour leur retraite, on a mis en place des systèmes, légalement obligatoires, tels que les fonds de pension. Certes, les fonds de pension, qui font tout de même appel à la technique de la capitalisation, sont très supérieurs aux techniques préhistoriques et nuisibles de la Sécurité sociale française. Mais ils ont moins de mérites que les entreprises financières, surtout si celles-ci sont véritablement capitalistes. Ils sont en fait le produit de la social-démocratie généralisée de notre époque où de prétendus « partenaires sociaux » mettent en place des mécanismes de collectivisation sous l'œil bienveillant de l'État. Devant les « effets pervers » qui en résultent – et qui ne sont en réalité que les effets normaux et prévisibles d'une certaine situation institutionnelle –, on réclame alors plus d'intervention étatique pour contrôler les marchés, réduire leur instabilité, maîtriser leur caractère erratique, en imposant la vision supposée compétente, informée et à long terme de cette grande abstraction qu'on appelle l'État. Cela devrait pourtant être clair : on ne remédie pas à un mal par d'autres maux. Il n'y a en fait pas d'autre solution qu'un véritable retour au capitalisme.

En outre, l'alimentation continue des marchés en liquidités, du fait des politiques monétaires expansionnistes, orientait constamment les prix des actifs à la hausse. En anticipant ces hausses apparemment durables, au-delà des fluctuations du court terme, les traders ont pu faire gagner d'importants profits à leurs établissements financiers et donc des bonus importants pour eux. Mais on ne réalisait pas que ces profits étaient illusoires et qu'à ces hausses

excessives devaient succéder des effondrements lorsque la crise surviendrait. Les banques ont donc distribué aux traders des bonus excessifs car calculés sur une base largement illusoire.

Les structures institutionnelles de notre époque ont donc permis aux dirigeants des établissements financiers ou des fonds de pension de profiter de l'extraordinaire abondance de liquidités due aux politiques monétaires pour faire prévaloir leurs propres intérêts en acceptant éventuellement des niveaux de risque excessifs. C'est la conjonction de tous ces éléments qui explique l'importance et la gravité de la crise financière. Mais ce n'est pas seulement l'intérêt qui a déterminé le comportement des dirigeants dans leurs décisions financières. Il y a aussi leur ignorance et une certaine illusion de la connaissance. L'ignorance est tout à fait manifeste. Comme nous l'avons déjà évoqué et comme nous le verrons plus précisément au chapitre suivant, la seule théorie qui est capable d'expliquer la crise financière et donc d'en prévoir l'arrivée est celle qu'on appelle la « théorie autrichienne du cycle économique ». Mais comment peut-il se faire que les universitaires et les banquiers ne se précipitent pas sur une théorie aussi apte à expliquer la crise des années 1930 que la crise des années 2000 ? Il faut sans doute y voir le résultat de la force des préjugés. La théorie autrichienne du cycle économique, maintenant précisée et reprise par un bon nombre d'économistes, a eu le « malheur » d'être élaborée par Ludwig von Mises et Friedrich Hayek, deux remarquables esprits, certes, mais qui sont éternellement victimes de la méfiance qu'accordent à des auteurs dits « libéraux » tous ceux qui ont été éduqués dans l'admiration de l'interventionnisme étatique, dans les incohérences et l'obscurité de la théorie keynésienne et dans les fausses certitudes mathématiques de la théorie économique néoclassique.

La prétention du savoir

Les préjugés scientifiques de notre époque ont d'ailleurs joué un rôle important dans l'acquisition et la mise en œuvre des fausses certitudes. À la réflexion rigoureuse fondée sur la compréhension des processus économiques qu'apporte la « théorie autrichienne », on a préféré le mécanisme des modèles mathématiques, parce que l'usage de mathématiques complexes donne l'apparence d'une démarche scientifique. Mais la prédominance des modèles mathématiques dans les prises de décision financières est dangereuse. Tout d'abord, le caractère souvent très hermétique de ces modèles donne le pouvoir de décision aux techniciens de la finance et empêche un contrôle effectif par les dirigeants des établissements financiers et, encore plus, par les actionnaires. Ainsi, dans l'affaire de la Société générale, déjà citée, il est clair que le président de la banque et son entourage ne comprenaient pas la mécanique mathématique des modèles utilisés par leurs traders. Mais, par ailleurs, ces modèles sont nécessairement tournés vers l'exploitation des données du passé plus que vers la compréhension des événements potentiels du futur que seule peut donner une véritable réflexion économique. Ainsi, des modèles fondés sur l'exploration des régularités ou des fluctuations des données du passé ne permettent pas de prévoir et de comprendre l'explosion de la crise.

Comme l'a souligné Jean-Marc Vittori¹, les constructeurs de modèles financiers partaient de l'hypothèse que les variations de prix suivent une « loi de Gauss », c'est-à-dire ce que l'on appelle de manière caractéristique la « loi normale ». Mais si l'on peut dire que la finance est « anormale », c'est en

1. « La finance est anormale », *Les Échos*, 5 mars 2008.

ce sens qu'elle ne suit pas la loi normale de Gauss. Celle-ci implique que les données se concentrent vers le milieu de la courbe « normale », alors que les « queues de la distribution sont très minces, ce qui signifie que la probabilité d'événements extrêmes est très faible ». C'est ainsi, rappelle Jean-Marc Vittori, que la formule de Black et Scholes pour calculer le prix d'une option sur action est fondée sur la loi normale et qu'elle connaît un succès immense dans tout le domaine de la finance (Myron Scholes en sera récompensé par un prix Nobel d'économie). Mais « les événements improbables se produisent infiniment plus souvent que ne l'indique la "normalité" », comme en témoignent d'ailleurs les grandes difficultés rencontrées en 1998 par un fonds, *LTCM*, à la création duquel Black et Scholes avaient été associés.

De son côté, Paul Fabra¹ souligne qu'en prenant leurs décisions à partir de modèles d'équations censés représenter le fonctionnement des marchés, « les grandes banques d'investissement ont pu démesurément gonfler leurs bilans respectifs par l'acquisition d'actifs de plus en plus risqués et *donc* de plus en plus rentables. Le modèle leur assurait que les chances qu'elles soient exposées à une crise de liquidité étaient de l'ordre de une sur un million » ! Il y a là une illustration formidable du caractère complètement irréaliste de la formalisation mathématique qui est pourtant censée à notre époque apporter la preuve du caractère scientifique d'une proposition et donc fonder solidement toute décision. En effet, pour dire que la probabilité d'une crise de liquidité est de un pour mille, il faudrait avoir une connaissance parfaite du fonctionnement du système, ce qui n'est évidemment pas le cas. D'ailleurs, si l'on avait une connaissance parfaite du

1. « Limites de l'économie virtuelle », *Les Échos*, 3 mars 2009.

futur – permettant donc d'évaluer le risque qu'un événement tel qu'une crise intervienne –, il n'y aurait pas besoin de modèles mathématiques de décision. Mais c'est surtout si l'on a une bonne compréhension des phénomènes économiques, c'est-à-dire une théorie satisfaisante des cycles monétaires et financiers – ce que nous analyserons au chapitre suivant – qu'on n'a pas besoin de modèle. Pour ceux qui connaissaient la théorie du cycle autrichien, la crise financière était inéluctable, c'est-à-dire que sa probabilité n'était pas d'une chance sur un million, mais d'un million de chances sur un million ! Obnubilés par la cohérence formelle de leurs modèles, les opérateurs financiers ont cru que tous les risques étaient probabilisables à partir de la connaissance du passé, des régularités et des fluctuations qu'on avait pu enregistrer. Ils ont substitué cette appréciation du risque probabilisable – qui leur apportait d'importants profits à court terme – à l'analyse de l'explosion du système à l'intérieur duquel ils se confinaient. Or cela n'avait pas plus de sens de prétendre évaluer la probabilité d'une crise majeure de liquidité que cela n'en aurait eu d'essayer d'évaluer la probabilité que le système soviétique s'effondre. En deçà de leur apparente cohérence, la bulle financière comme le système soviétique étaient minés par des contradictions internes qui devaient nécessairement les faire exploser un jour.

Pour conclure, il faut sans doute souligner qu'il est facile de dénoncer l'« esprit de lucre » des financiers, comme si on ne devait pas chercher des profits. Malheureusement, certaines affaires servent d'illustration à des médias avides de sensationnalisme et prêts à généraliser à partir d'un cas particulier. Ainsi, Bernard Madoff, qui a utilisé un « système de Ponzi » et a fait se volatiliser une cinquantaine de milliards de dollars, est considéré comme l'archétype des financiers (nécessairement sans scrupule...). Mais il serait plus correct

d'utiliser l'affaire Madoff comme illustration des pratiques d'un tout autre univers que celui des financiers. Ainsi, dans un *cartoon* américain récent on voyait deux policiers interrogeant Bernard Madoff. L'un des policiers disait à Bernard Madoff : « Parfait, Madoff ! Où avez-vous pris cette idée de payer les premiers investisseurs avec l'argent apporté par leurs successeurs ? » Bernard Madoff répondait : « Au système de retraite par répartition. » Ce dessin est parfaitement correct : la retraite par répartition repose sur un « processus de Ponzi », c'est-à-dire le schéma utilisé par Madoff et qui consiste à payer les premiers à être entrés dans un système par les apports de ceux qui sont venus ultérieurement.

Le système de retraite par répartition distribue des ressources aux premiers retraités aux dépens des derniers. Autant dire qu'il est condamné, comme l'est le « système Madoff ». Ce qui est étonnant c'est que tout le monde soit choqué, à juste titre, par les pratiques de Bernard Madoff, mais que presque personne ne considère les fondateurs et les défenseurs du système de retraite par répartition comme dépourvus de moralité. Pourtant, comme Madoff, ils paient les uns avec l'argent des autres, condamnant à terme le système. Mais à la différence de Madoff – qui avait recours à des versements volontaires (mais à partir d'informations trompeuses) –, les hommes politiques et bureaucrates qui gèrent les retraites par répartition ont recours à des versements obligatoires qu'ils obtiennent par l'usage de la force. On ne devrait donc accorder aucun crédit à ceux qui trompent l'opinion aussi constamment et aussi massivement et qui prétendent dénoncer les pratiques des financiers et les contrôler.

Il faut enfin réaliser que des techniques comme celles de la titrisation sont récentes et qu'il est tout de même compréhensible qu'on ait mal apprécié les risques qu'elles comportent. Elles sont certainement utiles mais, dans le futur, il

faudra se méfier et être plus prudent et on le sera d'autant plus qu'il y aura moins de liquidités créées par les banques centrales. Les innovations financières rendent d'immenses services, mais on ne les maîtrise pas immédiatement, comme cela est le cas pour toute innovation, et seule l'expérimentation permet de les améliorer peu à peu. Dans les utopies, on imagine que la perfection est atteinte immédiatement du fait d'une connaissance parfaite. Le monde réel n'est pas semblable à ce monde imaginaire. Le progrès passe par une série d'essais et d'erreurs. En un sens, la crise est utile ou même peut-être inévitable, dans la mesure où elle permet de repérer les erreurs. Il faut seulement souhaiter qu'on saura en tirer les leçons nécessaires.

Terminons donc tout de même cette analyse des causes de la crise financière par une note optimiste. L'un des grands mérites d'un système capitaliste, nous l'avons dit, c'est qu'il est fondé sur la discipline de la responsabilité. Il en résulte non pas qu'il est parfait – car la perfection n'existe jamais –, mais qu'il repose sur des processus d'essais et d'erreurs. Par conséquent, s'il reste malgré tout un peu de capitalisme dans le monde financier d'aujourd'hui, on peut espérer que les décideurs du système financier auront appris de la crise financière et qu'ils essaieront d'éviter les erreurs du passé, en particulier qu'ils sauront comprendre qu'une expansion excessive de la masse monétaire et des crédits correspondants ne peut pas durer indéfiniment et qu'elle mène nécessairement à la catastrophe.

L'HISTOIRE SE RÉPÈTE-T-ELLE ?
LES LEÇONS OUBLIÉES
DE LA CRISE DE 1929

Bien sûr, on n'a pas manqué d'invoquer la crise de 1929-1930 (ou, plutôt 1929-1939 tellement la crise a été longue), lors de celle de 2008-2009, et on a vu ressurgir tous les préjugés habituels au sujet de la Grande Crise de 1929-1930, en particulier, évidemment, le fameux couplet sur l'instabilité du capitalisme.

En fait, les similitudes sont grandes entre les deux crises, celle du passé et celle de notre époque. Dans les deux cas, il y a eu à l'origine un excès de création monétaire et de crédit. Certains économistes l'avaient d'ailleurs bien compris à l'occasion de la première de ces deux crises, en particulier Garett Gerett¹ et l'économiste anglais le plus fameux de l'époque (jusqu'à ce que Keynes lui vole la vedette), Lionel Robbins. Or Lord Robbins avait donné une explication parfaite de la crise des années 1930 en accord avec la thèse « autrichienne² ». Il avait expliqué comment les autorités monétaires avaient augmenté excessivement la masse monétaire et le crédit dans la seconde moitié des années 1920, créant ainsi les conditions de la crise. Par ailleurs, il avait bien vu que l'expansion avait créé des mauvais investissements et il recommandait en 1934 dans son livre, *The Great Depression*³, de laisser l'élimination des faux investissements se produire,

1. *A Bubble that Broke the World*, 1931 ; nouvelle édition, Auburn, Mises Institute, 2007.

2. Voir Jeffrey Tucker, « Business cycles, not our fault », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 21 novembre 2008.

3. *The Great Depression*, 1934 ; nouvelle édition, Auburn, Mises Institute, 2007.

alors que Keynes devait au contraire demander de les maintenir en vie et d'en rajouter de nouveaux.

Comme dans les années 2000, la création monétaire des années 1920 s'était portée surtout sur les actifs financiers et n'avait pas provoqué une inflation importante des prix des biens et services, de telle sorte qu'elle n'avait pas attiré l'attention.

Les monétaristes (disciples de Milton Friedman), précisément, n'attachent pas une importance particulière à la période antérieure à la crise ; mais ils soulignent que la crise a été profonde à cause d'une politique monétaire exagérément déflationniste. Il est vrai qu'il y a eu, au début des années 1930, une diminution considérable de la quantité de monnaie qui a aggravé la crise. En effet, les prix de vente des produits ont baissé de manière profonde et imprévisible (environ 40 % de baisse pour les prix de gros), de telle sorte que les entrepreneurs n'ont pas pu faire baisser leurs coûts, en particulier les coûts de salaires, dans les mêmes proportions. Ils avaient signé des contrats de travail à des niveaux qui étaient compatibles pour eux avec les prix de vente qu'ils prévoyaient, mais pas avec les prix de vente qui ont été finalement enregistrés du fait de la baisse de la quantité de monnaie. Leurs profits ont donc été laminés et certains ont fait faillite, provoquant par là même du chômage. C'est essentiellement cette partie des événements qui est retenue par les monétaristes. C'est elle qui inspire, en particulier, la politique monétaire très laxiste menée en 2008 par le gouverneur de la Fed, Ben Bernanke (voir chapitre 4).

Il n'est pas faux de dire que la destruction d'une grande partie de la monnaie a amplifié la crise – la masse monétaire a diminué de 30 % dans les trois ans qui ont suivi 1929 –, mais cela ne constitue qu'une partie du scénario de la Grande Crise. En 1929-1930, comme en 2007-2008, on s'est trouvé dans la phase de retournement après une période d'euphorie excessive,

au cours de laquelle une trop importante création monétaire a provoqué des bulles (financières et immobilières en particulier). Le montant des dépôts à vue et à terme est passé de 44,51 milliards de dollars en juin 1924 à 55,17 milliards en 1929. Les crédits hypothécaires aux agriculteurs et aux propriétaires urbains ont augmenté considérablement, passant de 16,8 milliards de dollars en 1921 à 27,1 milliards en 1929, tandis que l'endettement de l'industrie a plus que doublé, celui du secteur financier a presque triplé et celui des organismes publics presque doublé ! Simultanément, les prix des actions ont connu une hausse exceptionnelle (de 59,4 en juin 1922 à 195,2 en septembre 1929¹).

Comme nous l'avons déjà dit, la politique monétaire expansionniste n'avait pas suscité trop d'inquiétude parce que les prix des biens n'avaient pas augmenté considérablement. En effet, au cours des années 1920 le président Coolidge avait décidé des réductions d'impôts importantes, en particulier pour les taux marginaux les plus élevés de l'impôt sur le revenu. Cela avait encouragé l'investissement et une croissance économique réelle, avec d'importantes innovations technologiques et entrepreneuriales². En l'absence de création monétaire, cela se serait traduit par une baisse des prix des biens. Mais les effets inflationnistes d'une croissance monétaire excessive ont ainsi été masqués par les progrès de la productivité. Autrement dit, au cours des années 1920, on a eu à la fois une croissance saine due aux effets de la politique de réforme fiscale, une croissance artificielle de certaines activi-

1. Les chiffres ci-dessus sont tirés de l'article de Hans F. Sennholz, « The truth about the Great Depression », Lansing, Mich., Constitutional Alliance, 1969.

2. C'est souligné dans l'intéressante étude de Lawrence Reed, « Great myths of the Great Depression », parue en français sous le titre « La Grande Dépression démythifiée », *Le Québécois libre*, www.quebecoislibre.org/07/070114-2.htm. Cette étude nous a servi dans la rédaction des pages suivantes.

tés due à la politique de création monétaire et d'endettement, une relative stabilité des prix des biens (masquant une inflation effective) et une augmentation forte des prix des actifs financiers, immobiliers ou fonciers. Ce n'est pas sans rappeler le début du XXI^e siècle avant la crise monétaire et financière.

Dans de telles conditions, la crise devient inéluctable et même nécessaire, dans la mesure où elle permet de liquider les activités non rentables, c'est-à-dire celles qui détruisent des richesses au lieu d'en créer. À partir de ce point, différentes évolutions étaient possibles dans les années 1930. Bien entendu, la crise s'est déclenchée après que la banque centrale eut cessé sa politique d'argent facile, ce qui fut le cas au début de 1929. La Fed a en effet augmenté son taux d'escompte de 3,5 à 6 % entre janvier 1928 et août 1929.

Une fois la crise déclenchée, il aurait été possible de se contenter de laisser les marchés réaliser les ajustements nécessaires dans les structures productives, comme le préconisent les économistes « autrichiens ». Mais l'évolution des événements dépend aussi de la politique monétaire qui est pratiquée simultanément. Si l'on se lançait dans une politique monétaire expansionniste, on risquerait d'initier un nouveau cycle économique. Mais, à l'inverse, il n'est pas justifié de faire une politique monétaire exagérément restrictive et ceci de manière imprévisible. C'est d'ailleurs le caractère imprévisible de la politique monétaire, beaucoup plus que son caractère restrictif, qui est ici en cause, parce qu'il rend le calcul économique des entrepreneurs extrêmement difficile ou même impossible.

La Grande Dépression a donc été provoquée par un excès de création monétaire à la fin des années 1920 – comme le soulignent les auteurs « autrichiens » –, mais elle a été aggravée par une politique monétaire trop restrictive par la suite. Les monétaristes auraient, pour leur part, tendance à passer sous silence la phase d'expansion monétaire initiale et

à faire reposer toute la responsabilité de la crise sur la politique monétaire restrictive ultérieure. Quant aux keynésiens, ils se focalisent surtout sur les politiques économiques à mettre en œuvre. Ils considèrent que la politique monétaire est en l'occurrence de peu d'importance, dans la mesure où ils font l'hypothèse *ad hoc*¹ selon laquelle les agents économiques sont disposés à conserver n'importe quel niveau de liquidités (« trappe à liquidités ») et ils prétendent donc qu'il faut augmenter la demande globale pour sortir de la récession.

Dans les récits habituels de la Grande Dépression et de la situation économique des années 1930, on a tendance à souligner que la crise n'aurait pu être surmontée que grâce au New Deal du président Franklin Roosevelt dont le mandat a commencé en 1933. Il aurait pratiqué une politique de relance par la demande, anticipant ainsi la théorisation faite en 1936 par John Maynard Keynes dans sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Pourtant, rien n'est plus faux. La crise aurait été beaucoup moins longue et moins profonde si l'on s'était contenté de laisser les marchés assurer les ajustements nécessaires, si l'on n'avait pas pratiqué une politique monétaire extrêmement restrictive et si l'on ne s'était pas lancé dans les gaspillages et les contraintes du New

1. Keynes prétendait faire une théorie générale, mais il a eu recours à des hypothèses spécifiques et arbitraires qui lui permettaient de donner un semblant de cohérence à sa théorie. Tel est le cas de l'hypothèse de « trappe à liquidités » qui rend la politique monétaire inopérante, ce qui donne toute son importance à la politique budgétaire. Mais alors, pourquoi ne pourrait-on pas, de manière tout aussi gratuite, supposer qu'il existe une « trappe à dépenses publiques » en vertu de laquelle les agents économiques ne réagiraient pas au niveau de la dépense publique ? Parmi les hypothèses *ad hoc* de la théorie keynésienne, on peut aussi citer, évidemment, l'hypothèse d'illusion monétaire de la part des travailleurs et l'hypothèse d'inélasticité de l'investissement au taux d'intérêt.

Deal. Comme l'écrit George Reisman¹, « au début des années 1930, les ennemis du capitalisme et de la liberté économique ont accusé le président Hoover de suivre une politique de "laisser-faire", alors qu'il intervenait dans l'économie pour empêcher une chute des salaires qui était pourtant essentielle afin d'éviter que la diminution de la demande de travail ne conduise à un chômage de masse. Du fait du sous-emploi massif qui est résulté des interventions de Hoover et qu'ils ont réussi à présenter comme une politique de "laisser-faire", ils ont conduit le pays à accepter les autres interventions étatiques massives du New Deal. »

L'une des premières interventions a été l'adoption de mesures protectionnistes, en particulier le Smoot-Hawley Act de juin 1930, la loi la plus protectionniste de l'histoire américaine. Il est intéressant – et attristant – de constater qu'il s'est ensuite produit exactement ce que des économistes avertis peuvent facilement prévoir, à savoir qu'on ne réduit pas impunément les importations sans réduire aussi les exportations, de telle sorte que c'est une illusion – mais une illusion coûteuse – de croire que l'on peut défendre l'« emploi national » par des mesures protectionnistes. En effet, vendant moins aux États-Unis, les autres pays ont eu moins de possibilités de leur acheter. Et, par ailleurs, ces autres pays ont pris des mesures de rétorsion, de telle sorte qu'un cercle vicieux s'est engagé, ne faisant que des victimes. Il en a résulté en particulier la perte d'environ un tiers de leurs marchés pour les agriculteurs américains et le prix du blé est tombé de deux tiers entre 1929 et 1932.

L'imagerie habituelle veut donc laisser croire que le président Hoover était un adepte du « laisser-faire » et que la

1. « The myth that laisser-faire is responsible for our present crisis », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 23 octobre 2008.

Grande Crise des années 1930 en a été le résultat. Son successeur en 1933, le président Roosevelt, aurait alors pratiqué des politiques interventionnistes annonciatrices du keynésianisme à venir et grâce auxquelles les États-Unis auraient finalement pu sortir de la crise. En réalité, le président Hoover a continuellement pratiqué des politiques interventionnistes et si la Grande Crise a duré aussi longtemps – environ dix ans – c'est parce que l'interventionnisme de Roosevelt a succédé à l'interventionnisme de Hoover. Ce dernier, en effet, s'est efforcé d'empêcher la baisse des salaires. Par conséquent, alors que les prix à la consommation diminuaient de 25 % entre 1929 et 1933, les salaires nominaux ne diminuaient que de 15 %, ce qui signifie une hausse de 10 % des salaires réels. Cette augmentation insupportable pour les producteurs a été l'une des causes essentielles du chômage de cette époque¹.

Parallèlement, Hoover augmenta considérablement les dépenses publiques (qui passèrent de 16,4 % du PNB à 21,5 %) en seulement un an, de 1930 à 1931 ! Les impôts furent substantiellement accrus et, en particulier, le taux marginal le plus élevé de l'impôt sur le revenu passa de 24 % à 63 % ! Il est difficile de trouver dans tout cela la moindre parcelle de politique libérale. Il est par contre facile d'y voir la cause du caractère profond et durable de la crise.

1. On fait souvent l'erreur – peut-être pas totalement involontaire – de dire que les libéraux sont favorables à la baisse des salaires. Cela est complètement faux. Simplement, en bons économistes, ils savent que l'on ne peut pas augmenter artificiellement les salaires réels (par une augmentation arbitraire des salaires nominaux, lorsque les prix sont stables, ou par une baisse plus faible des salaires nominaux que celle des prix). Ils savent que le seul moyen durable d'augmenter les salaires vient d'une croissance de la productivité. Celle-ci est d'autant plus probable que la liberté des échanges, des contrats et de la production est plus grande et que la charge fiscale est plus faible.

Le président Roosevelt, qui commença son mandat le 4 mars 1933, ne fit qu'aggraver les choses. Au lieu de chercher à comprendre la crise – ce que certains économistes de l'époque auraient pu l'aider à faire –, il préféra s'en prendre aux « spéculateurs financiers sans scrupule » et, de ce point de vue, on croit entendre à notre époque comme un écho des erreurs passées. Ne faut-il alors pas se convaincre que, contrairement aux marchés, c'est-à-dire aux hommes qui échangent ce qui leur appartient, les titulaires du pouvoir n'apprennent rien des erreurs du passé ? Toujours est-il que Roosevelt commença par obliger les banques à fermer pendant neuf jours. Mais, comme l'écrivent Milton Friedman et Anna Schwartz¹, « plus de 5 000 banques encore en opération quand le congé fut déclaré ne rouvrirent pas leurs portes quand il se termina, et parmi celles-ci, plus de 2 000 ne rouvrirent jamais ». Roosevelt continua la politique de dépenses publiques de Hoover, augmentant celles-ci de 83 % entre 1933 et 1936 et accroissant la dette publique de 73 %. C'est exactement ce que l'on appelle aujourd'hui la politique de relance. L'histoire nous montre bien à quel point elle est inutile et même néfaste.

Roosevelt augmenta à son tour considérablement les impôts (le taux marginal supérieur de l'impôt sur le revenu passa à 79 %, puis 90 % !), mais il innova par ailleurs en faisant adopter le National Industrial Recovery Act, à l'origine d'une institution bureaucratique appelée la National Recovery Administration. Celle-ci prétendit organiser et régler toutes les branches d'activité, déterminant les prix et les conditions de vente ! Une autre structure bureaucratique,

1. Milton Friedman et Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, New York, National Bureau of Economic Research, 1963 ; rééd. Princeton University Press, 1993, p. 330.

la Civil Works Administration (remplacée en 1935 par la Works Progress Administration) fut censée procurer du travail aux chômeurs, mais elle les utilisa dans une large mesure pour faire n'importe quoi, en particulier ce qu'on appela le *boondoggle* (« perdre du temps à travailler sans raison »). Alors que la crise aurait impliqué d'utiliser au mieux les ressources disponibles pour permettre la restructuration des activités productives de la manière la plus efficace et la plus rapide possible, l'État américain s'est lancé dans d'immenses programmes de gaspillage de ressources... Il n'est alors pas étonnant que la reprise ait tardé à se montrer. Heureusement la Cour suprême déclara le National Industrial Recovery Act et l'Agricultural Adjustment Act inconstitutionnels en 1935, à la suite de quoi on constata une nette diminution du chômage, avant une nouvelle crise en 1938.

La véritable guerre que Roosevelt a menée contre les entrepreneurs, sur le plan fiscal comme sur le plan réglementaire, a certainement contribué en grande partie à la dureté de la Grande Crise. On ne peut pas espérer que des emplois se créent lorsqu'on spolie les créateurs d'emplois et qu'on les paralyse dans des contraintes excessives !

Le parallélisme entre la crise des années 1930 et celle des années 2000 est donc frappant. Dans un cas comme dans l'autre, il faut clairement désigner les coupables : ce sont les autorités monétaires. Et les marchés ont été les victimes de la politique monétaire déstabilisante. Mais très curieusement, dans un cas comme dans l'autre, l'opinion, les médias, les manuels scolaires et universitaires en tirent une leçon diamétralement opposée. Dans leur rage idéologique à partir en guerre contre le capitalisme – dont ils reçoivent pourtant tous les jours les bienfaits –, ils lui reprochent d'être fondamentalement instable. Mais il est important de remarquer que cette croyance relève d'un acte de foi, d'un *a priori* et

REVENIR AU CAPITALISME...

non d'une démonstration raisonnée par laquelle on aurait pu démontrer l'enchaînement logique de la cause – le fonctionnement du capitalisme – et de la conséquence – l'instabilité économique et l'apparition périodique des crises ! Personne, en effet, n'a pu faire une telle démonstration, tout simplement parce qu'elle est impossible. Et c'est précisément parce qu'elle est impossible que l'on croit d'autant plus nécessaire de proclamer ce credo avec force et de manière répétitive. Mais l'effet répétitif est tellement persuasif que plus personne, ou presque, n'a le courage de penser autrement et de lutter contre l'opinion dominante. L'un des paradoxes de cette étrange situation, c'est par ailleurs le fait que les défenseurs de cette opinion majoritaire accusent leurs rares opposants d'être de purs idéologues. Pourtant, l'explication de la crise que nous avons esquissée ci-dessus (et sur laquelle nous reviendrons ultérieurement) a, pour sa part, toutes les caractéristiques de la rigueur scientifique. Elle articule de manière logique les causes – en particulier l'excès de création monétaire et de création artificielle de crédit – et leurs conséquences, les crises monétaires et financières.

CHAPITRE 3

Keynes a-t-il vraiment gagné ?

La présente crise a vu fleurir une double erreur. La première est celle que nous avons déjà dénoncée : elle consiste à prétendre que cette crise consacre la faillite des marchés et le nécessaire retour des États. La seconde consiste à dire qu'elle représente une victoire incontestée des théories keynésiennes après des années de doute ou même de victoire des idées libérales et monétaristes. C'est cette seconde erreur que nous allons maintenant dénoncer.

Il ne s'agit pas là d'une simple question académique qui aurait aussi peu de portée pratique que le sexe des anges, mais bien au contraire d'une question de première importance pratique. En effet, dans tous les domaines de l'activité humaine, on ne peut trouver une solution à un problème qu'en en comprenant les causes. Mener une telle recherche de manière rigoureuse, en évitant les contradictions, les préjugés ou les affirmations gratuites, c'est faire de la théorie. Et c'est bien pourquoi il n'y a rien de plus pratique que la théorie. La distinction utile n'est donc pas celle qui existerait entre la pratique, d'une part, et la théorie, détachée du réel, d'autre part. Mais celle qu'il faut faire entre la bonne théorie et la mauvaise théorie. Ceux qui prétendent être pragmatiques

et ne pas s'encombrer de considérations théoriques – qu'ils qualifient d'ailleurs trop facilement d'idéologiques – sont en fait trop ignorants pour comprendre ce qui se passe ou trop paresseux pour faire l'effort de comprendre. Or ils sont nombreux, en particulier dans le monde politique, ceux qui revendiquent cet attachement au pragmatisme. Mais, sauf miracle, il est certain qu'ils n'atteindront pas leurs buts, puisqu'ils ne comprennent pas ce qu'ils font. Ils sont un peu dans la situation d'un individu qui voudrait construire un avion, mais qui prétendrait se passer de toute connaissance scientifique à ce sujet. Il est facile de prévoir ce qu'il adviendrait de son avion. La seule différence entre ce cas et celui des phénomènes économiques, c'est que ces derniers sont peut-être plus complexes et demanderaient donc beaucoup plus de théorie et beaucoup moins de pragmatisme !

On a parfois voulu se référer à quelques notions de théorie économique pour aider à faire comprendre la crise financière ou, dans certains cas, tout simplement pour « faire savant ». Mais tous ceux qui se sont avancés sur ce chemin ont donné une présentation hallucinante des théories existantes. Ils portaient au fond d'idées très simples – ou très simplistes – que l'on peut résumer ainsi : tout le monde s'accorde pour dire que la crise financière est une manifestation éclatante de la faillite du marché et des défauts d'un système capitaliste. Or, dans le débat « marché contre interventionnisme étatique », le ^{XX}^e siècle nous avait légué deux champions : d'un côté, l'économiste britannique John Maynard Keynes, fondateur de la politique macroéconomique ; de l'autre, l'économiste américain Milton Friedman, le célèbre défenseur du libéralisme, efficace challenger de Keynes et fondateur du monétarisme. À partir de cette équation simple, il devenait évident qu'après des décennies d'incertitudes et même de victoires apparentes des idées libé-

rales, Milton Friedman était mis définitivement K.-O. par John Maynard Keynes. C'est ainsi que Michel Rocard est allé jusqu'à affirmer : « Milton Friedman a créé cette crise ! Il est mort, et vraiment, c'est dommage. Je le verrais bien être traduit devant la Cour pénale internationale pour crimes contre l'humanité, ajoutait-il. Avec son idée que le fonctionnement des marchés est parfait, il a laissé toute l'avidité, la voracité humaine s'exprimer librement¹. »

Certains ont modifié cette opposition en ajoutant – ou en substituant – le nom de Friedrich Hayek à celui de Milton Friedman, faisant par là même un amalgame des plus contestables, ainsi que nous le verrons, entre ces deux auteurs libéraux. Victoire de Keynes contre Friedman ou victoire de Keynes contre Hayek : de toute façon, le vainqueur était clairement désigné par tout le monde et ses opposants étaient rejetés dans le mépris mérité par celui qui s'est trompé.

Ainsi en est-il, à titre d'exemple, d'un court article publié dans *Le Point* du 16 octobre 2008² : « Ce n'était qu'un vieux traité oublié au fond de bibliothèques poussiéreuses. Et puis miracle, le voici qui ressort des étagères, épousseté de frais : le livre de la rentrée est sans conteste la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*. Ce volumineux traité publié en 1936 par John Maynard Keynes redevient la bible de l'économie. Effectivement, la lecture des mots de Keynes sur le mécanisme de la panique financière et la psychologie des marchés, la fameuse "préférence pour la liquidité", est édifiante. Son analyse sur l'impossibilité pour un marché de sortir seul de ce genre de situation sonne également juste. La revanche posthume de l'économiste britannique sur son ami et rival, le très libéral Friedrich Hayek, est

1. Interview pour *Le Temps* (Suisse), 23 octobre 2008.

2. Article d'Étienne Gernelle, *Le Point*, 16 octobre 2008.

éclatante : pas un expert, ou un politique, fût-il de droite, n'a de mots assez durs pour fustiger le laisser-aller de ces dernières années et la folie de la finance mondiale. Les keynésiens de tous bords peuvent plastronner sur le mode "je vous l'avais bien dit", et annoncer la fin de l'ère libérale, commencée en 1979-1980 avec l'arrivée de Thatcher et de Reagan. » Dans un autre article du *Point*¹, on peut lire que les « néolibéraux » seraient des *market leninists* et qu'ils auraient pour héros Friedrich Hayek et... les milliardaires de Wall Street. Il s'agit là de l'expression sans aucune consistance de préjugés émotifs : on parle de néolibéraux – expression qu'aiment bien utiliser les antilibéraux, mais que personne ne sait définir et dans laquelle un libéral ne se reconnaît absolument pas – et on les présente comme des « léninistes », ce qui est absurde car il n'y a rien de commun entre la liberté du marché et le totalitarisme de la contrainte étatique d'un Lénine. De plus, les admirateurs de Friedrich Hayek ne sont en rien des admirateurs des milliardaires de Wall Street ! Ce sont des admirateurs des êtres humains – qu'ils soient riches ou pauvres – et de leur capacité à agir !

Malheureusement pour les auteurs de ces lignes, ceux qui ne se sont pas contentés de quelques notions courantes d'inspiration keynésienne, mais qui ont réellement lu Hayek, mais aussi Mises, sont obligés d'admettre que ces derniers doivent être désignés comme les grands vainqueurs des confrontations, non seulement contre Keynes, mais aussi contre Friedman. Il existe en effet une remarquable théorie du cycle économique, connue sous le nom de « théorie autrichienne » parce qu'elle a été développée par deux grands économistes d'origine autrichienne, Ludwig von Mises et son élève, Friedrich Hayek. On ne trouvera rien dans la théorie

1. *Le Point*, 16 octobre 2008, article d'Hélène Vissière.

keynésienne, telle qu'elle a été développée par Keynes ou par ceux qu'il a inspirés, pour comprendre l'actuelle crise financière¹. L'adéquation est au contraire extraordinaire entre tout ce qui a été expliqué par Mises et Hayek et ce que nous voyons maintenant ! Malheureusement, la théorie autrichienne du cycle est totalement ignorée, en particulier en France où l'inculture économique bat probablement des records mondiaux.

Soit dit en passant, cela pose un véritable problème de société : comment peut-il se faire que les médias, les hommes politiques, l'opinion publique, mais aussi les universitaires, choisissent les mauvaises théories et laissent de côté les seules qui expliqueraient la réalité qu'ils ont devant les yeux ? Faut-il en conclure qu'il existe un domaine où il y a véritablement une faillite du marché, celui du « marché des idées » ? S'il est vrai, comme le pensent les libéraux, que l'un des grands mérites de la concurrence vient du fait qu'elle incite à choisir les meilleurs produits, comment se fait-il qu'elle ne permette pas de sélectionner les meilleurs produits intellectuels, c'est-à-dire les meilleures idées ? La réponse est en réalité fort simple : il n'y a pas de libre marché des idées en France (ni dans beaucoup d'autres pays), il n'y a pas de véritable concurrence entre différentes écoles de pensée. Il en est ainsi en particulier parce que l'enseignement, aussi bien secondaire que supérieur, est l'objet d'un terrible monopole étatique, créateur de conformisme intellectuel. Or, dans un pays où ce

1. Ainsi, dans l'article cité ci-dessus, il est question de la préférence pour la liquidité. Il s'agit bien là d'un concept keynésien, au demeurant fort contestable et contesté, car on n'a jamais vraiment observé ce phénomène, à savoir une situation où le taux d'intérêt serait trop faible pour inciter les gens à investir, car ils préféreraient conserver leurs avoirs sous forme liquide. Or on a vu précisément le contraire, comme nous l'avons expliqué : il y a eu un excès d'investissements du fait des faibles taux d'intérêt.

monopole étatique a créé dans la plupart des esprits un réflexe antilibéral et une propension à considérer que l'État est la solution à tous les problèmes, il suffit qu'on colle l'étiquette de « libéral » à un auteur pour qu'il soit rejeté dans l'enfer des idées dangereuses¹. Il est pourtant frappant de voir que nombre de ceux qui, par hasard, ont eu la curiosité intellectuelle de dépasser les tabous et de se mettre à lire Mises, Hayek, Rothbard ou autres auteurs « libéraux » sont définitivement et profondément séduits par la rigueur et la cohérence de cette pensée. Mais pourquoi la théorie autrichienne du cycle est-elle la seule apte à expliquer les phénomènes de notre époque ? Il nous faut pour cela accepter d'effectuer un petit détour – aussi simple que possible – par la théorie économique, sans prétendre fournir une analyse complète des théories en question.

1. J'ai, évidemment, été moi-même bien souvent victime des anathèmes prononcés à mon encontre par les thuriféraires intolérants de l'interventionnisme étatique. Pour citer un seul exemple, lorsqu'un de mes collègues de l'université Paris-Dauphine (dont j'aurai la charité de ne pas citer le nom) a été nommé directeur d'une filière d'enseignement d'économie internationale, il a supprimé mon cours de « Système monétaire international » du cursus de cette filière en quatrième année de maîtrise parce que, selon lui, on n'a pas le droit d'enseigner des idées différentes des idées dominantes et de semer le doute dans les esprits, de telle sorte qu'il y aurait un contenu obligatoire des cours d'économie. Ainsi, il me reprochait d'enseigner aux étudiants qu'un système monétaire pouvait mieux fonctionner en l'absence d'une banque centrale, ce que pourtant l'histoire et la théorie permettent de démontrer de manière rigoureuse (voir mon ouvrage, *La Vérité sur la monnaie, op.cit.*). Ne devrait-on pas au contraire constamment chercher à susciter des questions dans les esprits des étudiants au lieu de leur imposer un savoir « officiel » ? De manière caractéristique, mon collègue reprochait à mon enseignement d'être « idéologique » pour cette raison. Il faut donc croire qu'il est idéologique de critiquer la banque centrale, mais qu'il n'est pas idéologique d'en vanter les mérites... Où est la logique dans tout cela, où est l'esprit scientifique, où sont la tolérance et la recherche de la vérité ?

Comme on le sait, la théorie keynésienne s'intéresse particulièrement aux situations de chômage involontaire et aux politiques censées y remédier. Pour Keynes, il existerait des situations, dites d'équilibre de sous-emploi, dont il serait difficile de sortir sans adopter une politique de relance. Mais, pour expliquer ces situations apparemment paradoxales, Keynes, auteur d'une théorie qui se veut « générale », a recours à des hypothèses spécifiques et d'ailleurs discutables. Tel est le cas de l'hypothèse de « trappe à liquidités », déjà citée, mais aussi l'hypothèse que les salariés seraient victimes d'une illusion monétaire, c'est-à-dire qu'ils ne seraient pas conscients des effets d'une augmentation des prix sur leur pouvoir d'achat réel ; ou encore l'hypothèse selon laquelle, dans certaines circonstances, les investisseurs ne seraient pas sensibles au niveau du taux d'intérêt.

Si une économie se trouve bloquée dans une situation de sous-emploi de ce type, dont la genèse est d'ailleurs soigneusement laissée dans l'ombre, il n'y a pas d'autre moyen pour stimuler la production et l'emploi que d'accroître la « demande globale ». Ainsi, l'augmentation du déficit public accroît la demande qui s'adresse aux producteurs et ceux-ci réagissent en augmentant leur production. Il en est de même si l'on arrive à augmenter les exportations. Le taux d'intérêt – dont nous avons vu l'importance qu'il a eue dans la crise financière – est considéré par Keynes essentiellement comme une variable qui détermine, d'une part, le choix entre la détention de monnaie et la détention d'actifs financiers et, d'autre part, le montant des investissements. En baissant le taux d'intérêt – par l'intermédiaire d'une politique monétaire expansionniste –, on peut accroître l'investissement. Mais le rôle de l'investissement est perçu essentiellement comme un élément de la « demande globale » et non comme un facteur d'accroissement de la capacité productive. Pour un keynésien,

par conséquent, une politique monétaire expansionniste peut, de ce point de vue, jouer le rôle de politique de relance. Elle devient inefficace dans le cas où les hypothèses spécifiques que nous avons évoquées sont réalisées, en particulier lorsque l'investissement devient insensible au taux d'intérêt. Keynes a d'ailleurs facilement tendance à considérer que le niveau de l'investissement dépend des caractéristiques psychologiques des investisseurs (de ce qu'il appelle leurs « esprits animaux »), de telle sorte qu'il serait difficile d'essayer de jouer sur ce levier de relance. Par contre, il suffirait d'accroître de manière exogène les dépenses – y compris en creusant des trous inutiles – pour augmenter la demande et susciter une réponse positive des producteurs. Il convient par ailleurs de noter que Keynes a toujours considéré que le niveau de la consommation était déterminé par le fonctionnement de l'ensemble du système : la demande détermine la production et donc les revenus, et les titulaires de revenu décident du partage de leur revenu entre l'épargne et la consommation, ce partage dépendant essentiellement du niveau du revenu. Pour Keynes et ses successeurs, l'épargne est considérée comme une sorte de « fuite » en dehors du circuit économique. Mais les keynésiens ont systématisé cette étrange conception, et on considère couramment à notre époque que, la consommation étant un élément important de la « demande globale », il est souhaitable, pour promouvoir l'activité économique, de stimuler la consommation aux dépens de l'épargne.

Or, comme l'écrit Frank Shostak¹, « la consommation ne peut pas provoquer une augmentation au multiple de la production. L'accroissement de production s'accorde avec ce

1. Frank Shostak, « Is something out of nothing possible ? », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 22 février 2008.

que le pool d'épargne réelle permet [...]. La production ne peut pas se développer sans le support du pool d'épargne réelle, c'est-à-dire que quelque chose ne peut pas émerger de rien ». En effet, pour produire il faut libérer des facteurs de production du secteur des biens de consommation afin qu'ils soient disponibles pour ceux qui font les investissements nécessaires à la production ; il faut, en d'autres termes, qu'une vraie épargne – c'est-à-dire une abstention de consommation – rende possible l'investissement. Certes, il est vrai qu'un keynésien répondrait à cela que le problème auquel il s'intéresse est un problème de court terme ; il se demande non pas comment accroître les capacités de production, mais comment mieux utiliser des capacités de production existantes qui se trouvent être partiellement inutilisées à un moment donné, plus précisément à l'époque de la crise. En accroissant la demande globale, on permettrait une meilleure utilisation de ces ressources inemployées. Ce raisonnement semble logique, mais il repose en fait sur une abstraction injustifiée consistant à considérer la production comme un ensemble indifférencié dans lequel il importe peu de savoir si les capacités de production inemployées se trouvent, ou non, dans certains secteurs de production spécifiques. Nous verrons par la suite que cette hypothèse implique de la théorie keynésienne est inacceptable.

Nous l'avons vu au chapitre 2, l'épargne est la condition *sine qua non* de l'investissement et donc de la croissance. C'est pourquoi l'idée moderne dominante selon laquelle il convient d'augmenter la consommation pour stimuler la croissance est une absurdité. Elle suppose implicitement que les ressources épargnées disparaissent de manière tragique, comme s'il existait une trappe à épargne, et qu'elles constitueraient donc un gaspillage de ressources. En fait, c'est exactement l'inverse qui est vrai : un acte de consommation est

un acte de destruction de ressources, alors qu'un acte d'épargne est un acte de conservation des ressources. Un bien consommé n'existe plus et ne peut plus être disponible pour créer une satisfaction quelconque. Une ressource épargnée est réintroduite dans le circuit économique pour produire de nouvelles richesses. Or il en va généralement ainsi, car on ne voit pas quelle logique pourrait conduire un individu à accepter un sacrifice de consommation, c'est-à-dire à épargner, s'il ne tirait aucun profit du sacrifice en question, par exemple parce qu'il mettrait à la poubelle la partie de son revenu qui est épargnée !

Les idées keynésiennes ont connu un très grand succès, en dépit de leur obscurité et de leurs incohérences (ou, peut-être, à cause de leur obscurité), sans doute parce qu'elles aboutissaient à des idées simples (ou, plutôt, simplistes) : s'il y a du chômage, augmentez les dépenses publiques, faites de la création monétaire, distribuez du pouvoir d'achat. Ces prescriptions étaient évidemment du pain bénit pour des politiciens qui aiment faire des déficits publics car ils se soucient d'abord de gagner le vote des électeurs (on dépense maintenant et on paie plus tard... après les élections). Elles semblaient répondre au sens commun d'après lequel il suffit d'augmenter les débouchés d'un producteur pour qu'il produise davantage, quels que soient d'ailleurs le prix de vente sur le marché et les coûts de production de ce producteur.

À ces idées keynésiennes s'est par ailleurs ajoutée, après la Seconde Guerre mondiale, une autre idée à la mode, celle qui était inspirée par ce que l'on appelle la « courbe de Phillips ». Il est intéressant de souligner au passage que cette fameuse courbe n'a pas résulté d'un raisonnement théorique rigoureux à partir des principes les mieux établis de la science économique, mais d'une régularité statistique qu'un ingénieur du nom de Phillips avait cru déceler. D'après cette

courbe, le niveau d'emploi serait d'autant plus élevé que le taux d'inflation serait plus élevé. Ainsi, non seulement les déficits publics étaient légitimés par la théorie keynésienne, mais les politiques monétaires expansionnistes étaient légitimées par la courbe de Phillips, puisque l'inflation résulte d'un excès de création monétaire. Il est d'ailleurs frappant de constater que la théorie keynésienne ne peut absolument pas expliquer l'apparition de la crise financière et ses causes. Il est en particulier certain que la crise ne peut pas s'expliquer par une insuffisance de demande globale, puisqu'il y a eu, au contraire, un endettement excessif des ménages qui alimentait une forte demande. En dépit de cette contradiction, les automatismes de pensée justifient l'adoption de mesures de politique économique qui sont inspirées par les idées keynésiennes. Or, nous l'avons déjà dit, il est incohérent de vouloir corriger un phénomène sans en connaître les causes.

Sans vouloir entrer dans une critique détaillée de la théorie keynésienne, on peut tout d'abord souligner que la dichotomie qu'elle introduit entre la « demande globale » et la production globale (ou le revenu global) est totalement factice. En effet, à l'échelle du monde, il y a nécessairement égalité entre l'offre globale et la demande globale et il est impossible d'accroître la demande globale *ex nihilo*. Mais que se passe-t-il au niveau d'un pays donné ? Pour les producteurs de ce pays, il existe une demande globale quasiment illimitée, à savoir la demande mondiale. La question qui se pose est donc la suivante : comment peut-il se faire qu'il y ait sous-emploi et faible activité économique dans ce pays, alors qu'il n'y a pas d'insuffisance de demande, contrairement à ce qu'implique la théorie keynésienne ? La réponse est simple : si les producteurs de ce pays ne produisent pas plus, alors qu'ils font face à une demande illimitée, c'est qu'ils ne le veulent pas. En effet, compte tenu du niveau des prix des

différents produits sur le marché mondial, s'ils produisaient plus, ils produiraient à perte, ce qu'ils ne désirent pas. Autrement dit, les problèmes en cause ne sont pas des problèmes de quantités, ce sont des problèmes de prix relatifs. On comprendra d'ailleurs facilement le caractère fallacieux des recettes d'inspiration keynésienne en examinant la prescription consistant à augmenter le déficit du budget étatique. Pour dépenser plus sans augmenter les impôts, l'État doit en effet emprunter, ce qui signifie que les citoyens doivent renoncer, pour souscrire à l'emprunt public, à utiliser eux-mêmes des ressources qu'ils auraient consacrées soit à la consommation, soit à l'investissement. Autrement dit, la demande globale augmente du fait du déficit public et diminue dans la même proportion du fait de la baisse de consommation et d'investissement. L'État déplace des ressources, il n'en crée pas de nouvelles.

Par ailleurs, Milton Friedman a démontré de manière convaincante que la courbe de Phillips était un phénomène qui ne pouvait exister que dans le court terme, grâce à la création d'illusions : si l'on augmente le taux d'inflation, les salariés ne sont pas immédiatement conscients de l'augmentation des prix et ils ne demandent pas tout de suite un alignement de leurs salaires nominaux. La baisse de leur salaire réel diminue donc le coût réel du travail et l'emploi peut augmenter. Mais au fur et à mesure que les illusions se dissipent, ce phénomène disparaît, car les salariés prennent conscience de l'inflation et demandent des hausses de salaires nominaux correspondantes. Pour maintenir un niveau d'emploi artificiel, il faudrait donc que les autorités monétaires se lancent dans une politique monétaire en accélération constante, de manière à tromper les citoyens, ce qui aboutirait facilement à des taux d'inflation considérables et totalement destructeurs du fonctionnement normal d'une économie. Il y a là une

illustration caractéristique du fait que la politique économique consiste essentiellement à envoyer de faux signaux aux marchés et à détruire les bases du calcul économique.

Les monétaristes ont certes eu raison de démontrer que la création monétaire, si elle pouvait créer l'impression d'une plus forte activité économique dans le court terme, ne pouvait avoir aucun effet positif dans le plus long terme et ne pouvait se traduire que par l'inflation. C'est pourquoi ils préconisent ce que l'on a appelé la « règle monétaire ». Ils mettent ainsi la politique monétaire à sa place : elle ne peut pas avoir d'effet réel durable sur l'emploi et l'activité économique et elle doit essentiellement être utilisée pour empêcher une trop grande inflation. De ce point de vue, il est alors préférable que les autorités monétaires annoncent à l'avance un taux de croissance constant de la masse monétaire. Elles donnent ainsi aux marchés une information fiable et elles évitent l'instabilité d'une politique monétaire discrétionnaire. Ces principes ont inspiré les politiques monétaires de beaucoup de pays au cours des décennies passées et ils ont eu le mérite d'endiguer les folles aventures inflationnistes que l'on avait connues précédemment. Mais les raisonnements des monétaristes, comme ceux des keynésiens, restent des raisonnements en termes globaux : il est question, pour les uns, de demande globale ou de taux de chômage, pour les autres, de taux d'inflation et de quantité de monnaie. C'est le grand mérite des économistes « autrichiens » d'avoir souligné l'importance des structures productives et des structures de prix, c'est-à-dire d'être allés bien au-delà des seuls agrégats macroéconomiques.

Ils redonnent au taux d'intérêt sa véritable signification, à savoir d'être, comme nous l'avons déjà vu, le prix du temps, le gain qu'on peut obtenir en renonçant à une consommation présente pour une consommation future

obtenue par l'intermédiaire de l'épargne. L'être humain est capable de penser le futur et tout individu fait donc ces choix fondamentaux entre le présent et le futur. Le taux d'intérêt joue un rôle fondamental à ce sujet. Pour décider du montant de son épargne, un individu considère le supplément de ressources qu'il peut obtenir ainsi dans le futur. Comme nous le savons, son épargne peut prendre la forme de fonds propres ou de fonds prêtables. Les premiers peuvent prendre une forme individuelle (épargne investie directement dans ses propres affaires) ou collective (par exemple épargne investie en actions). Le choix entre le placement en fonds propres ou en fonds prêtables dépend du rendement et du risque attachés à ces deux formes de placement. De ce point de vue, le taux d'intérêt joue un rôle important : plus il est élevé, plus on aura tendance à préférer les fonds prêtables aux fonds propres. Mais le taux d'intérêt joue aussi, par conséquent, un rôle déterminant dans le choix entre consommation et épargne, puisqu'on est d'autant plus incité à faire le choix du futur qu'il est mieux récompensé, c'est-à-dire que le taux d'intérêt est plus élevé.

La confrontation des offres de fonds prêtables par les épargnants et des demandes de fonds prêtables par les investisseurs détermine un taux d'intérêt d'équilibre qui reflète donc la rareté de l'épargne prêtée et que l'on peut appeler un taux d'intérêt « naturel ». Comme nous l'avons vu à propos de la crise financière, à côté de cette épargne volontaire, les autorités monétaires sont capables, par une politique monétaire expansionniste, d'inciter à la création d'une épargne purement factice, en attribuant des droits sur les ressources existantes à de nouveaux emprunteurs, alors que l'épargne volontaire n'est pas suffisante pour les satisfaire. Les économistes de l'école autrichienne soulignent alors qu'il y a conflit entre le désir de consommation des individus et un montant

d'épargne – donc d'investissement – artificiellement accru par la politique monétaire. Les autorités monétaires pratiquent une distribution arbitraire de « faux droits ».

En faisant croire que l'épargne disponible est plus abondante que celle qui résulte des désirs de consommation, compte tenu des ressources existantes, elles provoquent des transferts de facteurs de production du secteur des biens de consommation vers des secteurs de biens de production. En effet, le prix du temps – c'est-à-dire le taux d'intérêt – étant artificiellement abaissé par rapport au taux d'intérêt naturel, les producteurs sont incités à financer des projets à échéance lointaine qui, sinon, n'auraient pas été rentables. Et ils sont éventuellement incités à réaliser des projets à plus fort risque pour profiter de ces opportunités nouvelles d'investissement. Comme l'ont bien souligné les économistes de l'école autrichienne, il y a une déformation des structures productives conduisant à donner un poids plus important aux processus de production qui s'étalent davantage dans le temps. La création monétaire n'a donc pas seulement un effet global, sous la forme d'une inflation qui impliquerait une augmentation des prix nominaux de tous les biens de manière à peu près équivalente. Elle introduit des distorsions dans les structures productives et, par conséquent, dans les structures de prix relatifs.

C'est ainsi que se créent des « bulles » : si, par exemple, les facteurs de production se déplacent des secteurs de biens de consommation vers le secteur du logement, parce que l'augmentation de la demande y est particulièrement forte, il y a apparition d'une « bulle immobilière » avec augmentation de la production de biens immobiliers et croissance rapide de leurs prix. C'est exactement ce qui s'est passé avant la crise financière. La création monétaire se traduit donc nécessairement par l'émission de faux signaux qui créent des distor-

sions dans les calculs économiques et le fonctionnement des marchés. La politique monétaire détruit l'information que les prix véhiculent normalement et elle crée des gaspillages de ressources en développant certains secteurs aux dépens des autres, alors que cette nouvelle structure ne correspond pas à ce qui est véritablement désiré par les individus dans des conditions normales.

Or on ne peut pas impunément tromper les marchés. Ainsi, la baisse artificielle des taux d'intérêt, d'une part, fait croire que l'épargne est plus abondante qu'elle ne l'est en réalité, mais, d'autre part, diminue l'offre d'épargne volontaire puisque celle-ci est moins bien rémunérée. Pour pouvoir poursuivre indéfiniment la même illusion, les autorités monétaires devraient donc se lancer dans une fuite en avant éperdue, consistant à accélérer constamment le processus de création monétaire. Il en résulterait une inflation croissante – probablement mal supportée –, mais aussi des écarts grandissants entre les structures productives effectives et celles qui correspondraient aux véritables désirs des individus : ainsi, on renforce continuellement la production de biens de production ou de biens immobiliers, mais la consommation désirée n'en est pas diminuée pour autant et il y a donc incompatibilité entre ces deux types de besoins. Par ailleurs, l'abondance de liquidités conduit à financer n'importe quoi et à prendre des risques excessifs qui finissent par apparaître au grand jour. Lorsque toutes ces distorsions deviennent intenable, les illusions s'effondrent, les prix des actifs diminuent brutalement. C'est la crise.

On le voit donc, la théorie du cycle « autrichienne » est bien la seule à donner une explication correcte de la crise financière et économique. Il est clair qu'il existe un écart extrêmement important entre, d'une part, les « économistes autrichiens » et les keynésiens, mais aussi entre les « écono-

mistes autrichiens » et les adeptes du monétarisme, disciples de Milton Friedman. Concernant le premier de ces écarts, une précision peut maintenant être donnée au sujet de l'interprétation de la crise. Il est indéniable que la crise se traduit par une sous-utilisation des facteurs de production, comme nous l'avons déjà souligné, puisqu'on a trop développé les capacités de production dans certains secteurs. Pour les économistes autrichiens, cela s'explique facilement : la période qui précède la crise a été caractérisée par des modifications des structures productives qui ne correspondent plus aux structures productives « normales » (celles qui auraient prévalu en l'absence de la politique monétaire expansionniste). La crise est alors précisément le moyen de restaurer les structures productives normales. Mais, les ajustements ne pouvant pas se faire instantanément, il faut du temps pour que les facteurs de production qui deviennent inemployés dans les secteurs les plus touchés par la crise – c'est-à-dire les secteurs qui s'étaient exagérément développés, par exemple l'immobilier ou l'industrie automobile – se déplacent vers d'autres secteurs. Il y a donc, pendant un certain temps, des capacités de production inemployées et du chômage. On peut déplorer cette situation, mais elle est malheureusement inévitable et il aurait été préférable de ne pas provoquer les distorsions antérieures.

Les keynésiens ont une lecture tout à fait différente de cette situation. Ils ne prennent pas la peine de se pencher sur les déformations des structures productives et ils raisonnent uniquement en termes globaux à partir d'agrégats plus ou moins arbitraires (la demande globale, la consommation globale, le déficit public). Ils sont incapables d'expliquer les raisons pour lesquelles ce sous-emploi des facteurs de production est apparu, mais ils se posent la question suivante : comment peut-on faire pour mieux utiliser les capacités de production existantes, c'est-à-dire pour diminuer le chômage

et le sous-emploi du capital ? Ils donnent alors une réponse simple, mais fautive : puisqu'il y a une capacité de production inemployée, il suffit d'augmenter la demande globale pour que les producteurs y répondent par une meilleure utilisation de leur capacité de production et donc par une augmentation de la production, une diminution du chômage et du sous-emploi du capital. Or ce qu'il convient de résoudre n'étant pas un problème global, mais un problème de structures sectorielles, la réponse keynésienne est évidemment inadaptée. À supposer même qu'il soit possible d'augmenter la demande globale *ex nihilo* – ce qui est en fait impossible, comme nous l'avons vu –, on ne ferait que perpétuer les déséquilibres existants, ou on risquerait même d'en créer de nouveaux. En effet, la « nouvelle demande » – par exemple celle qui résulterait d'une augmentation du déficit budgétaire – peut porter sur les biens pour lesquels il y a une capacité de production inutilisée ou inciter au développement de certains secteurs d'une manière excessive par rapport à ce qui serait désirable à long terme. Cette politique conduit donc à un gaspillage de ressources et au maintien des déséquilibres structurels. Sortir de la crise ce n'est pas maintenir des structures de production inadaptées, c'est au contraire laisser faire les ajustements nécessaires.

Qu'en est-il maintenant de l'écart existant entre les analyses des économistes autrichiens et celles des monétaristes ? Comme l'écrit Frank Shostak¹, « contrairement à Friedman, nous [les économistes "autrichiens"] suggérons que le boom ne concerne pas seulement une augmentation du taux de croissance de l'offre de monnaie ; mais cela concerne aussi l'existence d'activités non productives qui sur-

1. Frank Shostak, « Can Friedman's money rule stabilize the economy ? », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 12 novembre 2008.

gissent sur le dos du taux de croissance accru de l'offre de monnaie. En outre, nous maintenons qu'une récession économique ne concerne pas seulement le taux de croissance de l'offre de monnaie, mais l'élimination de diverses activités non productives du fait de la diminution du taux de croissance de l'offre de monnaie ».

Or la règle « friedmanienne » de croissance à taux constant et prévisible de l'offre de monnaie n'empêche pas le développement d'activités peu productives : il y a de toute façon création de fausse épargne à partir du moment où il y a création de nouvelle monnaie contre distribution de crédit. La croissance monétaire déplace alors des ressources de certains créateurs de richesses pour les mettre au service de ceux qui bénéficient les premiers de l'expansion monétaire. Le problème majeur n'est pas seulement d'éviter l'inflation – la seule chose qui intéresse les monétaristes –, il est d'éviter les distorsions d'origine monétaire dans l'appareil productif.

Or, comme nous l'avons déjà vu et contrairement à ce que l'on croit, il n'est pas nécessaire de créer de la monnaie et il ne faut pas avoir peur de la déflation. En effet, si nous imaginons une situation dans laquelle la quantité de monnaie reste constante, il y a des baisses de prix dans les secteurs où le progrès technique est le plus rapide. Ces baisses de prix accroissent le pouvoir d'achat des individus, mais elles ont aussi le mérite d'accroître la valeur réelle des encaisses monétaires (on peut acheter plus de biens avec une même quantité de monnaie)¹.

1. On appelle « effet d'encaisse réelle » la variation de valeur réelle des encaisses monétaires provoquée par la variation de la quantité de monnaie. Sur ce sujet fondamental, on peut consulter notre ouvrage, *La Vérité sur la monnaie, op.cit.* La déflation a pour effet de créer des encaisses réelles (et non des encaisses nominales).

Ainsi, les keynésiens pensent qu'il est possible de stimuler l'activité économique par une politique monétaire expansionniste ou, de préférence, une politique d'accroissement de la demande globale par le déficit public, la promotion des exportations ou l'augmentation de la consommation. Les monétaristes contestent l'effet positif de la politique budgétaire (déficit public) et estiment que la conséquence essentielle de la création monétaire est l'inflation. Mais ils sont hostiles à une baisse des prix trop rapide et imprévisible, génératrice de distorsions et de chômage. Les économistes autrichiens récusent évidemment la politique budgétaire et la politique monétaire expansionnistes. Ils sont attentifs non seulement à l'effet inflationniste de la création monétaire, mais à ses conséquences néfastes sur les appareils de production. De ce point de vue, ils sont critiques à l'égard de la « règle monétaire » à la Friedman.

Ces considérations sont importantes à bien des points de vue. Elles permettent en effet de comprendre ce qui s'est passé au cours de la crise de 2008-2009, ainsi qu'au cours des crises précédentes. Elles donnent un fondement cohérent à l'idée qu'elles ne peuvent pas être assimilées à des situations de faillites des marchés. Elles aident enfin à définir les voies de la reprise après la crise et à évaluer les politiques mises en œuvre. C'est vers ces derniers problèmes que nous nous tournons maintenant. Compte tenu de ce que nous savons, nous allons voir que les mesures généralement adoptées par les gouvernements ne sont malheureusement pas les mieux adaptées et qu'elles risquent au contraire de créer de nouveaux déséquilibres.

L'État redevient-il la solution ?

Dans des économies en perpétuel changement, il arrive souvent qu'une « crise » apparaisse dans un secteur particulier, par exemple parce que la demande se détourne vers d'autres produits ou parce que le progrès technique fait apparaître des substituts aux produits du secteur en difficulté. Dans ce secteur, il y a des méventes, des baisses de prix et des faillites. Certes, la crise sectorielle peut avoir des effets sur d'autres secteurs, par exemple en ce qui concerne les fournisseurs. Mais normalement la « crise » reste localisée, et il y a au contraire une expansion rapide de certains secteurs (en particulier ceux qui prennent le relais de celui qui est en difficulté). On peut alors se demander pourquoi la crise financière ne reste pas localisée et pourquoi elle se transmet éventuellement à une grande partie des secteurs de production. Elle s'étend par ailleurs d'un pays à un autre, comme on l'a constaté en 2008-2009. Les théories économiques qui se contentent d'une approche globale des problèmes – en particulier la théorie keynésienne ou la théorie monétariste – sont largement incapables d'expliquer ces phénomènes, contrairement à la « théorie autrichienne des cycles » que nous venons d'évoquer. Malheureusement, c'est un mélange de pragma-

tisme et de keynésianisme vague qui inspire généralement les politiques censées répondre aux défis d'une crise économique et qui semble justifier une intervention accrue de l'État. Mais est-il vrai qu'il faut « revenir à l'État », comme on l'affirme souvent et comme le proclament les politiques ?

UNE CRISE INÉLUCTABLE ET INTERNATIONALE

La crise financière est le résultat inévitable des illusions entretenues pendant la phase d'euphorie. Elle résulte en particulier des contradictions existant entre, d'une part, le partage entre consommation et épargne voulu par les individus et, d'autre part, celui que les autorités monétaires cherchent à imposer par leur politique monétaire. La politique monétaire est incapable de faire en sorte que ces deux structures convergent l'une vers l'autre. Bien au contraire. En effet, le partage voulu par les individus entre consommation et épargne résulte d'un choix entre le présent et le futur, c'est-à-dire entre les sacrifices de consommation acceptés dans le présent et le rendement qu'on espère en retirer dans le futur. Or la politique monétaire, en imposant des taux d'intérêt bas pour faire croire à une abondance d'épargne – qui n'existe pas en fait – diminue encore plus la quantité d'épargne véritable désirée. En effet, les individus sont d'autant moins incités à épargner – et donc d'autant plus incités à consommer – que le taux d'intérêt est plus bas. Il n'est donc pas possible de satisfaire simultanément la demande croissante de biens d'investissement et de biens de consommation. Il en résulte de l'inflation, mais aussi une évolution erratique des structures de production. Les autorités monétaires pourraient être

tentées d'essayer de répondre à cette difficulté en produisant toujours plus de monnaie correspondant à des crédits d'origine illusoire. Il en résulterait toutefois une accélération de l'inflation sans jamais pouvoir réconcilier le déséquilibre entre l'épargne réellement désirée et l'épargne que les autorités monétaires voudraient imposer. Simultanément, au cours de ce processus, les différents prix évoluent différemment en fonction des changements spécifiques des offres et des demandes, de telle sorte que les calculs économiques des producteurs en sont bouleversés et qu'ils font des choix de production de plus en plus éloignés de ce qu'impliquerait une structure « normale » des prix relatifs. Un jour ou l'autre il doit être mis fin à ces déséquilibres.

Lorsque la politique monétaire devient plus restrictive et que les taux d'intérêt augmentent, on s'aperçoit que les structures productives ne correspondent pas aux souhaits des individus. On a, par exemple, trop investi dans des investissements à rentabilité de trop long terme et à faible rentabilité ; ou bien on a développé excessivement certaines activités, par exemple celles qui étaient les plus dépendantes du crédit (automobile, logement, etc.). Il existe donc des surcapacités de production dans certains secteurs (mais dans certains secteurs seulement). Par ailleurs, si certains emprunts ont été conclus à taux variable, à partir de l'illusion du caractère durable de la politique de bas taux d'intérêt, les emprunteurs ont de plus en plus de difficultés à honorer leurs dettes, comme cela s'est produit aux États-Unis avec les acheteurs de logements. On s'engage alors dans un cycle de ralentissement des hausses de prix ou même de baisses des prix, en particulier pour les actifs financiers et les biens durables dont l'expansion précédente avait été nourrie par les excès de création monétaire. La nécessité des restructurations économiques fait apparaître des pertes d'emplois dans certains sec-

teurs sans qu'il soit immédiatement possible de trouver des emplois nouveaux dans d'autres secteurs. Par ailleurs, les changements intervenus dans les secteurs les plus atteints par la crise provoquent peu à peu des effets similaires dans d'autres, en particulier ceux dont ils constituent des débouchés. La crise s'étend...

S'il y a une relation entre la crise financière et l'activité économique c'est bien évidemment parce que les investissements ou les achats de biens durables des individus ont été financés en très grande partie par des crédits et que ces crédits étaient eux-mêmes pour une large part des crédits d'origine monétaire, c'est-à-dire des crédits fictifs. Lorsque la masse de ces crédits se rétrécit, les activités qui étaient ainsi financées se réduisent aussi nécessairement. Mais imaginons que le financement ait été fait uniquement au moyen de fonds propres ou de crédits correspondant à une épargne véritable, c'est-à-dire une épargne volontaire résultant d'une abstention de consommation. Il n'y aurait eu aucune raison pour que le montant de cette épargne fluctue de manière spectaculaire. Sa stabilité aurait assuré celle des activités qu'elle aurait financées.

Par ailleurs, les pertes encourues par les banques du fait de leurs actifs trop risqués et la diminution de leurs fonds propres réduisent à la fois leurs capacités de prêts et leurs incitations à prêter, ce qui contribue aux difficultés de financement des activités économiques.

C'est pour surmonter ces obstacles dans le financement de l'économie que les banques centrales ont réagi en augmentant les ressources en monnaie-banque centrale à la disposition des banques. Il est clair cependant qu'elles ne font ainsi que répéter les erreurs du passé. Un véritable et souhaitable changement impliquerait précisément d'éviter que le financement de l'économie repose sur ces moyens artificiels et qu'il

résulte au contraire de l'existence d'une abondante épargne volontaire.

Si la crise s'étend d'une activité à l'autre, elle se propage également d'un pays à un autre. Sa diffusion internationale passe par plusieurs canaux. Et le plus important est celui qu'on peut appeler le canal financier. En effet, le marché financier est devenu dans une large mesure mondial, c'est-à-dire que les actifs financiers circulent facilement d'un pays à un autre. Les banques détiennent donc des créances émises par des États, des établissements financiers ou des entreprises situés à l'étranger. Ainsi, les créances dites *subprimes*, émises aux États-Unis et présentant un niveau de risque relativement élevé ont souvent été « titrisées », c'est-à-dire qu'elles ont été mélangées à d'autres créances pour constituer des ensembles vendus en bloc à d'autres établissements financiers, aux États-Unis ou ailleurs. Dans la mesure où il devenait pratiquement impossible d'évaluer le degré de risque de chacune des créances composant ces ensembles, celui de ces ensembles était lui-même pratiquement impossible à évaluer. Ils ont néanmoins été vendus à travers le monde à des établissements financiers qui y voyaient une occasion de rémunération satisfaisante et qui n'imaginaient pas que leur degré de risque était aussi élevé qu'il est apparu ultérieurement. On peut certes stigmatiser le manque de clairvoyance des banquiers acheteurs et/ou le manque de scrupule des banquiers vendeurs qui n'ont pas donné aux premiers une information suffisamment fiable. Il ne faut pas oublier non plus la responsabilité d'autorités monétaires qui ont constamment fait croire que leur politique monétaire ne présentait pas de risque particulier et que, de toute façon, elles joueraient, si nécessaire, leur rôle de filet de sécurité. Dans ces conditions, il devenait tentant de profiter des occasions de profit ainsi offertes. On peut d'ailleurs imaginer que la plupart des

banques non américaines ignoraient parfaitement à quel point les autorités publiques américaines avaient œuvré pour pousser leurs propres établissements financiers à accepter des degrés de risque élevés dans le cadre de leur politique du logement.

Si l'interpénétration internationale des portefeuilles financiers explique en partie la diffusion de la crise, celle-ci a été également provoquée ou amplifiée par d'autres facteurs. Tout d'abord, des politiques monétaires similaires ont été pratiquées à peu près partout dans le monde. Dans le climat d'euphorie régnant au début du XXI^e siècle, les banques centrales ont pratiqué des politiques monétaires beaucoup trop expansionnistes et les banques ont pris des risques excessifs.

Un exemple caractéristique est celui de l'Islande. Dans ce pays, les trois principales banques ont été des banques publiques jusqu'aux années 1990, donc à une période récente. Elles ont été privatisées, mais elles ont alors été achetées par des hommes d'affaires islandais qui n'avaient aucune expérience des métiers bancaires. Ils ont cru possible, dans cet environnement euphorique, de financer n'importe quoi, y compris leurs propres affaires. Et dans leur ardeur financière, ils se sont largement endettés à l'extérieur de manière à pouvoir prêter à l'intérieur. C'est ainsi que les dettes des banques ont atteint douze fois le PNB de l'Islande. Ils y étaient évidemment d'autant plus incités que l'on pouvait se procurer des ressources à coût faible sur le marché international.

Lorsque les conditions du marché se sont modifiées, les entrées de capitaux extérieurs se sont tariées et les sorties, nécessitées par les paiements d'intérêts à l'extérieur et les échéances de remboursement, ont provoqué une dépréciation de la monnaie islandaise. Les banques et les agents économiques islandais – auxquels on avait souvent fait souscrire des emprunts en monnaies étrangères pour financer achats de

logements et de voitures – se sont donc trouvés confrontés à une situation très difficile, puisque leurs dettes étaient libellées en monnaies étrangères qui s'appréciaient, alors que les avoirs étaient libellés en monnaie nationale. Les banques auraient dû normalement faire faillite, mais l'État islandais est venu à leur secours en les renationalisant.

Il serait erroné d'en tirer la conséquence que la privatisation des banques est dangereuse et que l'État est mieux à même de les gérer. En effet, on peut au contraire souligner que l'État, en étant resté longtemps propriétaire des banques, n'avait pas permis le développement d'une véritable culture bancaire en Islande. On retrouve là l'illustration d'un phénomène beaucoup plus général, à savoir les difficultés de toute situation de transition. Dans le cas islandais, il se trouve qu'elle s'est faite dans de mauvaises conditions, par exemple parce que l'État a préféré vendre les banques à la nomenklatura locale plutôt qu'à des banques étrangères, mais aussi parce qu'il avait pratiqué pendant longtemps un protectionnisme bancaire empêchant l'installation de banques étrangères. Ces dernières risquaient en effet de concurrencer les banques publiques, mais elles auraient justement amélioré les processus de décision dans le secteur financier. Par ailleurs, lorsque la faillite des banques est apparue inéluctable¹, l'État islandais a laissé croire, en les rachetant, qu'il était le seul capable de sauver le système bancaire. Il est vrai qu'il bénéfici-

1. Le manque de confiance dans les banques islandaises a été accru par le fait surprenant que le Premier ministre britannique, Gordon Brown, a décidé d'utiliser une loi antiterroriste pour fermer les filiales des banques islandaises en Grande-Bretagne. L'une d'entre elles, Landebanki, a même été placée – en compagnie de la banque centrale et du ministère des Finances islandais – sur une liste d'organisations terroristes, où l'on trouve également Al Qaida et les talibans (d'après un article de Hannes Gissurarson, « Iceland abandoned », *Wall Street Journal*, 18 novembre 2008).

cie pour cela d'un privilège exceptionnel, en ce sens qu'il ne peut pas lui-même faire faillite et qu'il peut donc impunément prendre en charge des activités non rentables. Ces nationalisations ont résulté en partie des pressions exercées par un organisme bureaucratique international, le Fonds monétaire international. En effet, celui-ci a accordé un prêt de 5,1 milliards de dollars au gouvernement islandais, mais à condition que celui-ci prenne en charge les engagements des banques vis-à-vis de l'extérieur. Ainsi a été créée une dette publique d'environ 10 milliards de dollars, soit environ 30 000 dollars par habitant !

Que se serait-il passé si l'État islandais n'était pas intervenu ? Très probablement, les banques en question auraient été rachetées par d'autres, nécessairement étrangères. Certes, leurs propriétaires et les déposants auraient subi des pertes. Mais il ne suffit pas que l'État rachète des banques pour que leurs pertes disparaissent. En fait, elles sont prises en charge par lui, c'est-à-dire par les contribuables. La nationalisation des banques fait donc peser le poids des faillites sur toute la population.

Si la transmission des phénomènes conjoncturels passe essentiellement par des canaux de nature financière, il existe cependant un dernier canal de transmission international de la crise qui ne concerne plus les variables purement financières ou monétaires, mais les biens et services. Comme nous l'avons vu, la crise économique et financière affecte particulièrement la production et la demande de certains biens, par exemple les biens durables, ceux dont l'achat est généralement lié à l'obtention de crédits ou ceux qui correspondent à des processus de production de longue durée. Or, comme les marchés financiers, ces marchés sont internationaux à notre époque, c'est-à-dire que les producteurs et les consommateurs d'un bien ne se trouvent pas nécessairement sur le même ter-

ritoire national. La crise économique est l'expression des restructurations qui sont nécessaires à l'échelle mondiale, après les distorsions introduites dans la période de facilités financières. Selon qu'ils sont plus ou moins spécialisés dans les activités les plus frappées par la crise, différents pays sont plus ou moins affectés par ces restructurations. Ainsi, certains pays d'Europe centrale – tels que la Hongrie ou la République tchèque – qui étaient devenus au cours des années récentes des producteurs d'automobiles importants, sont particulièrement sensibles à la crise.

L'interprétation que nous donnons ici des incidences internationales de la crise est différente de celle qui est communément admise, en particulier dans une optique keynésienne. En effet, le phénomène qui nous semble important, c'est le caractère différencié de la crise qui atteint différemment différents secteurs, même s'il existe évidemment de nombreuses interdépendances entre tous les secteurs, de telle sorte qu'il semble bien exister un ralentissement ou même une récession générale dans chaque économie nationale. Mais, inspirés par une approche de type keynésien, les esprits ont été habitués à considérer des problèmes conjoncturels de ce genre comme des problèmes globaux, qui doivent donc être résolus par des politiques globales. Ainsi, il est généralement considéré que le canal essentiel de la transmission internationale de la conjoncture est celui des exportations : le ralentissement d'une économie importante – comme celle des États-Unis – entraînerait une baisse des importations américaines et donc des exportations des autres pays, c'est-à-dire une diminution de la demande globale affectant elle-même l'activité économique des pays exportateurs. Dans la mesure où les phénomènes sont considérés comme des phénomènes globaux et non comme des phénomènes sectoriels, on imagine qu'il est possible de compenser la baisse de la

composante internationale de la demande globale – c'est-à-dire les exportations – par une augmentation de l'une de ses composantes intérieures, par exemple la consommation, l'investissement ou la dépense publique. En réalité, la crise est la manifestation des besoins d'ajustement sectoriels et non la manifestation d'une insuffisance de demande globale.

Même si le catastrophisme habituel des médias, mais aussi des hommes politiques, a conduit à surestimer la dimension réelle de la crise de 2008-2009, celle-ci n'en a pas moins été importante. Pour sa part, un journal¹ a titré en première page : « 25 000 milliards de dollars évanouis. » Et la suite de l'article expliquait qu'« environ 25 000 milliards de dollars sont partis en fumée, soit près de deux fois le produit intérieur brut (PIB) des États-Unis ». Une somme aussi farouche a de quoi susciter bien des inquiétudes et elle pourrait même conduire à comparer les destructions dues à la crise à celles d'une guerre mondiale. Mais ces destructions sont heureusement illusoire dans une large mesure. En effet, le chiffre en question représente en fait la baisse de valeur *nominale* de la capitalisation des principales places financières du monde. Or cette perte de valeur nominale n'a rien à voir avec une perte de valeur réelle, donc avec des destructions réelles. Il se trouve que les prix monétaires des actifs financiers avaient exagérément augmenté au cours des années précédentes du fait des excès de création monétaire. Il en était résulté, d'une part, un effet purement inflationniste et, d'autre part, une surévaluation des profits anticipés et donc de la valeur des actifs, ce qui caractérise précisément l'existence d'une bulle financière. Lorsque celle-ci éclate, on revient à des valeurs nominales plus proches de la réalité et cette baisse des prix des actifs ne reflète donc pas une des-

1. *Le Monde*, 26-27 octobre 2008.

truction de capital réel, mais une nouvelle évaluation des valeurs. De ce point de vue, les effets d'une crise financière n'ont rien de comparable aux effets d'une grande guerre et il serait faux d'imaginer qu'on a détruit en quelques mois l'équivalent de deux années de PIB des États-Unis.

Cela ne signifie pas, bien entendu, que la crise financière n'a pas d'effets réels. Nous le savons, en effet, les excès de création monétaire ont provoqué des distorsions dans les appareils productifs et des déplacements intersectoriels de facteurs de production qui ne correspondent pas aux besoins à long terme et qui, étant nécessairement coûteux, représentent un gaspillage de ressources. Lorsqu'on revient à des conditions plus normales – c'est-à-dire lorsque la crise se manifeste –, de nouveaux coûts d'ajustement doivent être supportés, qui se traduisent, en particulier, par des faillites, du chômage et des baisses d'activité. Ces effets sont difficiles à mesurer puisqu'on ne peut pas reconstruire le passé ; on ne peut donc pas comparer ce qui est produit maintenant avec ce qui aurait été produit en l'absence du cycle économique. Mais est-il indispensable de connaître le montant exact des dommages provoqués par l'instabilité monétaire et n'est-il pas suffisant de constater que ces dommages sont importants et qu'il convient de les éviter dans le futur ?

Pour sa part, la Banque mondiale a prévu une baisse du PIB mondial de 1,7 % en 2009 (2,7 % pour la zone euro et 2,4 % pour les États-Unis) et l'OCDE est plus pessimiste en prévoyant une baisse du PIB de 4,1 % pour la zone euro et de 4 % pour les États-Unis. Mais on ne sait pas par quelle méthode tous ces chiffres ont été obtenus et on a toutes les raisons de les accepter avec suspicion. Sont-ils par ailleurs vraiment utiles ? Ils le sont pour les gérants des budgets publics car ils conditionnent les rentrées fiscales, plus ou moins liées au montant du PIB. Mais ils le sont beaucoup

moins pour les agents économiques qui répondent à des informations beaucoup plus spécifiques, par exemple l'évolution du comportement de leurs clients et fournisseurs.

Pour sa part, le taux de chômage, qui était nettement inférieur à 5 % aux États-Unis en 2006 et 2007, a rapidement augmenté depuis le début de 2008 pour atteindre 8,9 % en avril 2009. Les réformes mises en œuvre par Ronald Reagan dans les années 1980 – en particulier la baisse des impôts et les déréglementations – avaient permis de maintenir durablement un taux de chômage faible (aux environs de 4 à 5 % et même parfois moins). Malheureusement, les erreurs de la politique monétaire du début des années 2000 sont venues bouleverser cet équilibre.

Les pays en voie de développement, quant à eux, sont relativement protégés de la crise internationale parce que leurs banques sont peu actives sur le marché mondial. Ainsi, l'Afrique subsaharienne a connu une croissance de 6,9 % en 2007, 6,1 % en 2008, et sa croissance devrait être encore supérieure à 6 % en 2009. Mais les pays émergents subissent tout de même les effets de la crise, à cause du ralentissement économique mondial et des restructurations des appareils de production, de la diminution du prix des matières premières et aussi de la diminution considérable des flux de capitaux étrangers. Ainsi, les flux de capitaux privés vers les pays émergents sont passés de 929 milliards de dollars en 2007 à 165 milliards en 2008¹. Pour leur part, les prix des matières premières ont baissé. Ainsi le prix du baril de pétrole a diminué de moitié entre juillet et octobre 2008 ! Ce phénomène est conforme aux analyses de l'école autrichienne qui a toujours insisté sur le fait que les fluctuations de prix des

1. D'après l'Institute for International Finance, cité par Jean-Marc Vittori, « Un seul monde, une seule crise », *Les Échos*, 3 mars 2009.

matières premières étaient beaucoup plus amples que celles des autres biens. Ce phénomène diminue les ressources et donc l'activité économique des pays producteurs, tels que la Russie et le Venezuela pour le pétrole ou le Brésil et l'Argentine pour les produits de base.

DES RÉACTIONS POLITIQUES INADAPTÉES

La crise a donc touché non seulement les établissements financiers, mais les producteurs de biens durables, en particulier les constructeurs de logements et leurs acheteurs endettés, mais aussi des industries comme l'industrie automobile et, bien sûr, leurs fournisseurs. Ceux qui ont été confrontés au risque de la faillite ou de la perte d'une partie importante de leurs avoirs ont évidemment cherché des solutions pour éviter le pire. Dans certains cas, des entreprises ont été rachetées par d'autres plus prospères. Mais bien souvent, on a cherché une voie de secours du côté de l'État. En effet, l'idée s'est imposée à notre époque que l'État constituait une institution de dernier recours contre les risques économiques. Compte tenu de ces préjugés de l'opinion, on imagine mal que les hommes politiques annoncent, comme ils auraient pourtant dû le faire, qu'une économie libre implique qu'on soit responsable et donc que l'on prenne soi-même en charge le risque de faillite. Dans la plupart des pays, on a donc vu fleurir toutes sortes de plans de sauvetage et de mesures d'urgence. Mais, ayant ainsi reconquis un rôle de premier plan dans les processus de décision économiques, ces mêmes gouvernements ont résolu de ne pas s'arrêter en si bon chemin. Ils ont décidé d'imposer des réformes de structure censées « réformer le capitalisme ». Ce sont ces dernières

que nous examinerons au chapitre suivant, le présent chapitre se limitant à l'examen des mesures de politique économique à court terme.

Sauver le système financier

La distribution de crédits à risque élevé et en quantité excessive ayant été la source de la crise, il était évident qu'elle devait se traduire en priorité par des difficultés pour les établissements financiers et par des risques de faillite. La crainte est ainsi née d'une crise systémique dans laquelle la faillite des uns entraînerait celle des autres, tandis qu'une raréfaction générale des crédits affecterait tous les secteurs d'activité. C'est pourquoi les États ont considéré le sauvetage des établissements financiers comme l'une de leurs urgences prioritaires. Et ils se sont préoccupés par ailleurs de rétablir un fonctionnement plus normal des circuits du crédit, affectés par un manque de confiance généralisé.

Le sauvetage des banques. Dans la plupart des pays, des plans étatiques ont été mis en œuvre pour sauver les banques de la faillite. De manière générale, elle a lieu lorsque les fonds propres sont insuffisants pour pouvoir honorer les engagements. Pour l'éviter, il faut donc trouver le moyen d'augmenter les fonds propres. C'est ce qui se passe lorsqu'une entreprise en faillite est rachetée par une autre. C'est d'ailleurs ce qui s'est passé parfois au cours de la crise financière.

Mais on a généralement considéré que les risques de faillite étaient trop importants pour que le marché puisse les prendre en charge et que les conséquences des faillites étaient trop graves pour qu'on puisse les laisser se produire. Les gouvernements ont donc estimé qu'il fallait absolument éviter les

faillites bancaires, même si le gouvernement américain ne s'est pas opposé à celle de Lehman Brothers. Ils se sont présentés comme s'ils étaient les seuls capables de mobiliser les fonds nécessaires à la restauration des fonds propres bancaires. Dans certains cas, ils ont donc nationalisé les banques en difficulté, totalement ou partiellement. Ils ont aussi eu recours à des prêts de plus ou moins longue durée et plus ou moins rémunérés ; ils ont racheté des créances de mauvaise qualité (en particulier, aux États-Unis, des crédits titrisés) ; ils ont accordé leur garantie pour les transactions sur le marché interbancaire et augmenté les garanties accordées sur les dépôts pour éviter les retraits de fonds et les paniques bancaires.

Ainsi, aux États-Unis, les autorités monétaires ont fourni des liquidités au secteur bancaire ; elles ont subventionné la banque JPMorgan Chase pour l'aider à racheter Bear Sterns. Elles avaient initialement annoncé qu'elles allaient prendre en charge des créances « toxiques » des banques, c'est-à-dire des créances à haut risque, et elles envisageaient de mettre en place un « plan de défaisance » doté de 700 milliards de dollars. Elles ont finalement préféré recapitaliser les banques, la tâche consistant à repérer et à évaluer les actifs toxiques étant apparue comme quasiment impossible. Les autorités publiques américaines ont même pratiquement nationalisé aussi bien Fanny Mae et Freddie Mac que l'entreprise d'assurance AIG qui avait, en particulier, pris des risques immenses dans le domaine de l'assurance des défauts de paiement. En effet, AIG s'était lancé depuis le début des années 2000 dans l'activité à grande échelle de vente de CDS (*credit default swaps*) par lesquels l'assureur garantit le détenteur de créances contre la défaillance des emprunteurs. Il fournit en particulier cette garantie aux détenteurs de CDO (*collateralized debt obligations*), c'est-à-dire

des actifs titrisés. En 2008, AIG avait vendu pour 446 milliards de dollars de CDS dont 307 milliards à des banques étrangères. À partir de 2007 AIG a enregistré des pertes considérables et l'État américain est venu quatre fois à son secours en reprenant finalement 80 % du capital et en fournissant 173 milliards de dollars. Simultanément, la Réserve fédérale a racheté des produits dérivés assurés par AIG, annulant ainsi les CDS qui les protégeaient pour un montant de 30 milliards de dollars.

Le plan Paulson adopté par le Congrès américain en octobre 2008 prévoyait de mettre 700 milliards de dollars à la disposition des autorités américaines pour sauver de la faillite un certain nombre d'établissements bancaires et financiers, soit en rachetant leurs actifs les plus risqués, soit en leur fournissant des fonds propres, c'est-à-dire en achetant une partie de leur capital. On a ensuite essayé de transposer ce type de dispositions en Europe. Il a été ainsi question d'un fonds européen, mais l'accord ne s'est pas réalisé à ce sujet.

En France, Nicolas Sarkozy ayant promis en octobre 2008 que « l'État ne laissera aucun établissement bancaire faire faillite », on a créé deux nouvelles structures :

- L'une d'elles – la Société de refinancement des banques – prête aux banques et rachète leurs actifs non éligibles à la Banque centrale européenne. Elle se refinance sur le marché grâce à la garantie de l'État ; cela lui permet d'obtenir des taux d'intérêt inférieurs à ce que les banques auraient pu obtenir sinon. Évidemment, c'est l'État qui devra supporter le coût d'une éventuelle faillite bancaire.

- La deuxième organisation, la Société de prises de participation de l'État, a pour but de recapitaliser les banques en se finançant sur le marché avec la garantie de l'État. Un montant de 40 milliards d'euros a été prévu.

On justifie ces créations par l'idée qu'il faut éviter une « crise systémique », c'est-à-dire des faillites en cascade, la faillite d'une banque pouvant entraîner la faillite d'autres banques détentrices de créances sur la première. Or, en dépit de la quasi-unanimité qui semble exister autour des plans de sauvetage, il existe bien des raisons de mettre en cause leur légitimité et de penser que les États n'utilisent pas ainsi au mieux les ressources qu'ils ponctionnent sur les contribuables.

Comme nous l'avons vu, en inondant le monde de liquidités et en incitant les banques à prêter dans n'importe quelles conditions du fait d'un taux d'intérêt extrêmement bas, les autorités monétaires ont créé l'illusion d'une abondance d'épargne, alors qu'elle n'existait pas en réalité. Une telle illusion ne peut pas durer longtemps et c'est ce que l'on voit lorsque la crise éclate. Malheureusement, on ne refait pas le passé et on est bien obligé de supporter ce qu'il nous lègue, aussi dramatique soit-il. On voit donc qu'il y a malheureusement beaucoup de situations où les autorités publiques se lancent dans des pratiques qui sont finalement très voisines du « système de Ponzi » que nous avons déjà évoqué au chapitre 2 : on fait croire dans le présent à une surabondance de ressources en cachant les conséquences et les coûts à plus long terme.

Certaines banques ont pris plus de risques que d'autres et ce sont elles qui ont le plus de probabilité de faire faillite. Or, si l'État vient à leur secours, d'une manière ou d'une autre, il ne fait que perpétuer les déséquilibres correspondants, il légitime *a posteriori* leur comportement irresponsable. Qu'arrive-t-il s'il n'intervient pas ? Tout d'abord, certains établissements financiers sont rachetés par d'autres, et c'est effectivement ce que l'on a vu dans un certain nombre de pays. Les acheteurs mettent alors en place les moyens

nécessaires pour liquider les mauvais investissements du passé et pour assainir le fonctionnement des organisations défailtantes. Le fait même que certaines banques soient capables et désireuses de racheter celles qui sont menacées prouve bien que toutes n'ont pas eu une gestion aussi contestable. Dans ce cas, le contribuable n'est pas mis à contribution, ce qui est bien normal. Ce sont les actionnaires de la banque défailtante qui perdent une partie de leur patrimoine, leur banque étant rachetée à un prix déprécié. Mais on sait bien, lorsqu'on achète une action, que les cours peuvent s'effondrer et que l'on peut enregistrer des pertes. Les actionnaires ne peuvent donc s'en prendre qu'à eux-mêmes, tandis que la masse des contribuables ne devrait pas être concernée par la gestion trop risquée de certaines banques.

Si, au contraire, l'État intervient, il risque tout simplement de perpétuer les déséquilibres. C'est particulièrement vrai si des liquidités sont créées à cet effet et si l'on baisse les taux d'intérêt : on recommence alors les erreurs du passé et on risque de relancer un nouveau cycle financier et économique. Par ailleurs, en sauvant les établissements les plus mal gérés de la faillite, on enracine l'idée que l'irresponsabilité n'est pas grave, puisque l'État – c'est-à-dire en fait les contribuables – sera là pour éviter la sanction de la faillite. Certes, on comprend que les dirigeants des banques défailtantes préfèrent l'intervention étatique au rachat par un concurrent : dans le premier cas, ils ont une chance de rester en place, ce qui est beaucoup moins probable dans le second. Et ceci peut d'autant plus se produire qu'il existe une collusion entre dirigeants et hommes de l'État, qui appartiennent souvent à une même nomenklatura. Mais les contribuables doivent-ils être taxés pour permettre le maintien au pouvoir d'équipes dirigeantes qui ont pris des risques excessifs ?

En annonçant la création de la Société de prises de participation de l'État, destinée à prendre des participations dans le capital des banques en difficulté, le Premier ministre François Fillon a prétendu que cela n'aurait pas d'incidences budgétaires. Malheureusement, les miracles n'existent pas. Pour pouvoir financer ces prises de participation – c'est-à-dire la nationalisation totale ou partielle des banques par un gouvernement que l'on dit de droite –, il faut que l'État trouve des ressources. Étant donné qu'il est peu probable qu'il diminue ses dépenses par ailleurs, il faut bien augmenter les impôts ou emprunter (et donc augmenter les impôts dans le futur). Quelle que soit la méthode employée, l'État détourne des ressources qui, au lieu de satisfaire les besoins des citoyens, servent à perpétuer les mauvais choix du passé. Et c'est ainsi que, perpétuellement, les individus se voient privés du fruit légitime de leurs efforts : on leur fait payer les erreurs des politiques passées au lieu de les laisser exercer leurs responsabilités. C'est précisément ce qui est en cours aujourd'hui en France.

Le rétablissement des circuits du crédit. La paralysie relative des circuits du crédit provient évidemment d'un manque d'information. Personne ne sait dans quelle mesure les actifs détenus par telle ou telle banque sont risqués, en particulier à cause de la titrisation (et du caractère contestable de la notation des créances titrisées). La conséquence en est un gel des crédits : on n'ose plus prêter, en particulier aux banques, dont on ne connaît pas la solidité. C'est ainsi que, dès la fin de l'année 2007, les taux des prêts interbancaires, c'est-à-dire des prêts en monnaie-banque centrale que les banques se consentent mutuellement, ont considérablement augmenté, reflétant l'appréciation d'un degré de risque accru.

Il fallait donc rétablir la confiance et pour cela on a fait appel à l'État. Pourquoi lui ? Peut-être parce qu'il peut mobi-

liser (ou créer de toutes pièces par la création monétaire...) des sommes importantes. Mais peut-être, et surtout, parce qu'il est le seul à pouvoir donner des garanties suffisantes lorsqu'il emprunte pour pouvoir prêter aux banques, comme cela est le cas pour le fonds français, ou le seul à pouvoir faire des crédits, acheter des actifs « pourris » ou des titres de banques en faillite. Pourquoi cela ? Parce qu'il ne peut pas faire faillite. On est sûr qu'il remboursera ses emprunts et paiera ses intérêts parce qu'il peut, par l'usage de la contrainte, faire payer les contribuables. Il peut indéfiniment acheter des actifs financiers parce qu'il peut soit imposer de nouveaux impôts, soit recourir à la création monétaire (rachat de bons du Trésor par la banque centrale), soit s'endetter. Dans tous les cas, il est protégé de la faillite.

Est-ce à dire, comme on le prétend tout le temps, que l'État est indispensable parce qu'il est le seul à pouvoir effectuer de telles opérations dans une situation de crise et donc restaurer la confiance dans le système financier ? Ainsi, il n'y aurait pas de système capitaliste viable sans recours ultime à l'État qui serait une sorte de point fixe dans le système. Autrement dit, il faudrait, pour qu'un système financier fonctionne correctement, qu'il soit possible de recourir à la contrainte de manière ultime.

Imaginons au contraire que l'État n'existe pas et qu'une crise financière arrive (bien que, en l'absence de politique monétaire déstabilisatrice, ce soit difficile à imaginer...). Pour restaurer les circuits monétaires, les banques devraient imaginer un système d'assurance pour leurs crédits mutuels, et d'ailleurs, on doit même supposer qu'elles l'auraient déjà fait depuis longtemps. Ce serait une sorte de prêteur en dernier ressort, mais lui-même de nature capitaliste, c'est-à-dire capable de faire faillite. On considérerait comme inadmissible que les banques envoient des émissaires armés pour

obliger tous les citoyens à payer les primes d'assurances. C'est pourtant exactement ce que fait l'État actuellement : en effet, le contribuable paiera les pertes sur les prêts et achats d'actifs financiers de l'État. Dans un système privé, on mettrait très probablement en œuvre des procédures de contrôle mutuel en aval pour éviter des risques trop grands. Dans un système étatisé, au contraire, on ne paie pas les primes à l'avance, on ne se préoccupe donc pas de régulation, et on fait supporter au contribuable le coût des sinistres lorsqu'ils surviennent. C'est une sorte de mutualisation des risques, mais obligatoire. L'État déplace le risque et le coût du risque, il ne le supprime pas. Il accroît plutôt le risque et il en fait supporter le coût d'une manière injuste.

Dans le monde où nous vivons, l'État prétend pouvoir créer *ex nihilo* des ressources à dépenser ou des crédits à distribuer, comme un alchimiste qui créerait de l'or à partir de rien ! Ainsi, l'État français apporte de l'argent aux banques et, ensuite, il prétend contrôler que les banques distribuent bien des crédits à ceux qui en demandent. On a même nommé un médiateur du crédit (René Ricol)¹ ! Dans un pays, la France, où les méthodes administratives sont toujours prisées, Nicolas Sarkozy a demandé aux préfets de dénoncer les banquiers qui n'accorderaient pas suffisamment facilement des crédits aux particuliers et aux PME. Il les a même encouragés à signaler aux médias ceux qui pratiqueraient des « restrictions inacceptables de crédit » ! C'est ainsi qu'en France, on substitue les décisions de personnes irresponsables aux décisions de

1. Il est affligeant de voir avec quelle arrogance le président de la République ou le médiateur du crédit convoquent, pour les sermonner, des banquiers qui obéissent sans sourciller et sans oser proclamer la nécessaire indépendance de leurs entreprises à l'égard du pouvoir politique. Ceci contraste avec l'attitude du patron de la Deutsche Bank qui, en octobre 2008, avait déclaré qu'il « aurait honte de devoir accepter de l'argent public ».

personnes responsables. Ces pratiques, il est vrai, ne sont pas sans rappeler les pressions des autorités publiques américaines sur les banques, celles qui ont abouti à la crise des *sub-primes*... Or, quels moyens les préfets ont-ils pour estimer qu'un refus de crédit est « inacceptable » ? Décider d'accorder ou de refuser un crédit constitue le métier de base d'un banquier ; il est donc aussi absurde et immoral de vouloir se substituer à lui qu'il le serait de demander à un préfet d'évaluer si un moteur d'avion est correctement fabriqué ! Dans l'atmosphère passionnelle qui caractérise la crise, la plus haute autorité de l'État avalise les procès d'intention expéditifs à l'encontre des banquiers – honnis parce qu'ils pratiquent les métiers de l'argent – et il va même jusqu'à encourager la délation ! En dehors de ses aspects purement économiques, la crise a donc un coût social non négligeable du fait de l'encouragement donné aux opinions et aux comportements conflictuels.

Tout le monde trouve cela très bien car l'État est censé permettre de rétablir le circuit du crédit, de « réamorcer la pompe ». Or la réalité des choses est bien différente. On se trouve dans un univers où l'épargne volontaire est diminuée du fait de la politique étatique, en particulier les fonds propres. On a alors recours au crédit bancaire, dont une bonne partie vient d'une création monétaire *ex nihilo*. Lorsque cette source de financement a tendance à se tarir, on cherche des substituts. Entre autres possibilités, l'État « apporte de l'argent » aux banques. Où donc le prend-il ? Par l'impôt ou par l'emprunt (c'est-à-dire les impôts futurs). Il s'accapare par la contrainte des ressources résultant du travail d'autrui. Et ensuite, il exige que les banques prêtent cet argent. Mais elles le prêtent en fait à ceux sur qui l'État a prélevé des ressources !

On a donc un circuit inutile et même destructeur. Il ne crée pas de ressources nouvelles. Il en gaspille même,

puisqu'il faut bien rémunérer tous ceux qui interviennent pour faire fonctionner ce circuit : agents des impôts, banques, médiateur du crédit et ses services, etc. En outre, en augmentant – aujourd'hui ou demain – la charge fiscale, l'État détruit nécessairement des incitations à travailler, produire, épargner et investir. La croissance en est donc ralentie. Enfin, on substitue ainsi partiellement les décisions politiques et irresponsables de l'État à celles des banques. Il se permet de décider à leur place quelles sommes doivent être prêtées et même qui est habilité à recevoir du crédit.

La véritable solution n'est donc pas celle-là. Elle consisterait à supprimer toutes les mesures, en particulier fiscales, qui pénalisent la constitution de l'épargne, de telle sorte qu'elle soit abondante et responsable. Pour se financer, les entreprises n'auraient alors pas fondamentalement besoin du crédit bancaire. Elles émettraient des actions, vendraient des obligations ou pratiqueraient l'autofinancement. Dans tous ces cas, les décisions de financement seraient prises de manière responsable, donc créatrice de richesses.

Il est d'ailleurs surprenant que les autorités publiques, nourries de préjugés keynésiens sommaires, passent leur temps à vouloir stimuler la consommation – et donc à décourager l'épargne – sous prétexte de relancer la demande globale et l'activité économique, tandis qu'elles considèrent comme une priorité de restaurer le circuit du crédit censé être le moyen de financement de l'économie. C'est bien reconnaître l'importance de l'épargne. On mesurera cependant l'absurdité de toute politique économique en prenant conscience de cette incroyable contradiction : d'une part, on cherche à décourager l'épargne, d'autre part on cherche à en créer de manière artificielle ! À cette contradiction s'en ajoute une autre : on veut développer le crédit aux entreprises, mais l'État accroît simultanément son déficit et

absorbe donc une part croissante d'une épargne devenue rare. Or, parce qu'il ne peut pas faire faillite, il vend des actifs attirants pour les investisseurs. Ne vaudrait-il pas mieux qu'il limite son déficit et donc ses émissions de bons du Trésor pour que les investisseurs soient davantage incités à financer les entreprises ?

Mais, comme toujours dans l'action publique, il y a « ce qui se voit et ce qui ne se voit pas », selon la formule célèbre de Frédéric Bastiat. Ainsi, lorsqu'un journal¹ titre : « Le médiateur du crédit a "sauvé" 900 entreprises », tout le monde se réjouit de cette bonne nouvelle. Mais le crédit ainsi distribué à 900 entreprises n'est plus disponible pour d'autres. Or, si les entreprises sauvées (à court terme, tout au moins) devaient normalement faire faillite, cela signifie qu'elles détruisent de la richesse au lieu d'en créer. En les sauvant, on ne fait que perpétuer le gaspillage des ressources, aux dépens des entreprises qui auraient été créatrices de richesses et qui n'ont pas pu obtenir de crédits.

La science économique, parce qu'elle est la science de la vie, est la science des choix. On ne peut donc évaluer une action qu'en la comparant aux autres actions qui auraient été possibles si l'on ne l'avait pas décidée. Tout raisonnement économique doit donc être un raisonnement relatif. Dire que l'on a sauvé 900 entreprises n'a aucun sens : on mélange un fait – 900 entreprises obtiennent du crédit grâce à l'action du « médiateur » –, mais on ajoute un jugement normatif non fondé, à savoir que les entreprises en question sont « sauvées ». Or on ne sait pas si elles sont sauvées, car elles sont peut-être de toute façon condamnées à la faillite et n'ont guère obtenu qu'un sursis, auquel cas on gaspille des ressources en les aidant ; et on ne peut pas évaluer par ailleurs la

1. *Le Figaro*, 13 janvier 2009.

pertinence de cette action isolément, sans en connaître le coût, en termes d'opportunités sacrifiées.

Ce qui est grave dans cette procédure c'est que l'on substitue les pressions politiques sur les banques à leurs décisions économiques : l'État les oblige à accepter des dossiers de crédit qu'elles auraient normalement refusés. On retrouve ici exactement la démarche qui a contribué à la crise des *sub-primes*, avec les graves conséquences que l'on connaît.

Les dirigeants politiques n'ont absolument pas compris que le crédit ne constituait pas une ressource illimitée et toujours disponible, que l'important est d'avoir une épargne volontaire et que son emploi fasse l'objet de choix responsables. En mettant en place des structures, tels les médiateurs de crédit ou les fonds souverains, ils détruisent le capitalisme et ce qu'il représente en termes de responsabilité personnelle ; mais en outre ces structures sont coûteuses et elles font donc peser un poids supplémentaire sur les contribuables. Nous avons ainsi une illustration supplémentaire du fait que l'action étatique est destructrice, mais que les dirigeants politiques arrivent à la présenter comme bénéfique et que la plupart des médias acceptent sans broncher cette escroquerie.

Sauver les propriétaires immobiliers

Aux États-Unis, 2,3 millions de maisons ont fait l'objet de mesures de saisie, et on estime que 7,3 millions de ménages pourraient faire défaut sur leurs emprunts jusqu'à la fin de 2010 et que 4,3 millions pourraient perdre leur maison. Pour atténuer le nombre de ces catastrophes personnelles, l'agence fédérale pour le financement du logement a adopté un certain nombre de mesures, partiellement financées par l'État américain (pour un montant de 40 à 50 mil-

liards de dollars) et, pour une autre part, par les banques. Ces dernières préfèrent en effet parfois alléger les charges de leurs débiteurs plutôt que de se retrouver avec des avoirs immobiliers pour lesquels elles doivent trouver des acquéreurs, alors que ces avoirs accusent en moyenne une perte égale à 44 % du montant prêté. C'est ainsi qu'on a baissé les taux du crédit, qu'on a allongé la durée de remboursement (parfois jusqu'à quarante ans) et qu'on a même effacé une partie de la dette lorsque la valeur d'une propriété était nettement inférieure au montant qui avait été emprunté.

L'intervention étatique a aussi consisté à sauver Fanny Mae et Freddie Mac en 2008 en y injectant des ressources importantes, en particulier sous forme de prises de participation et en rachetant des MBS émis par elles, afin d'en soutenir le prix et de ranimer la confiance. On estime qu'ainsi ces deux organismes seront de nouveau capables d'intervenir sur le marché immobilier et donc de soutenir les prix immobiliers. Les ménages enregistreraient ainsi un « effet de richesse » par rapport à la situation de baisse des prix de leurs biens immobiliers. À son tour, cet effet devrait, pense-t-on conformément aux préjugés keynésiens de notre époque, soutenir la consommation et donc l'activité économique. Mais c'est évidemment une illusion de penser que la Fed et le Trésor peuvent ainsi trouver des ressources supplémentaires pour sauver Fanny Mae et Freddie Mac si le montant d'épargne réelle n'est pas augmenté. Ils ne peuvent que déplacer des ressources qui feront défaut ailleurs.

Les médias se sont en tout cas largement fait l'écho des difficultés rencontrées par les propriétaires de logements et la télévision, en particulier, a diffusé des images attristantes de familles obligées de vendre leur maison et même de brader leur mobilier. Ces récits et ces images servaient généralement à illustrer des discours consistant à présenter ces familles

comme des victimes de l'esprit de lucre des banquiers. Aussi triste que soit la situation de beaucoup de ces familles, il faut cependant l'analyser d'un peu plus près.

Parmi ceux qui ont été obligés de vendre leur logement en 2008-2009, on trouve d'abord des gens qui n'auraient jamais dû obtenir un crédit immobilier parce qu'ils n'étaient normalement pas capables de rembourser leurs emprunts. Plus que des banquiers, ils sont victimes des mensonges étatiques : comme nous l'avons vu précédemment, en effet, la politique du logement aux États-Unis a consisté à inciter les banques à prêter à des clients insolubles et à faire croire aux emprunteurs que les taux d'intérêt resteraient bas, de telle sorte qu'ils n'auraient pas de mal à rembourser leurs emprunts. En outre, dans l'euphorie du début du siècle, la hausse continue des prix de l'immobilier poussait à croire que, de toute façon, si des difficultés de remboursement apparaissaient, la vente du logement précédemment acheté permettrait néanmoins de réaliser une confortable plus-value. On a donc fait naître des rêves illusoires et le réveil a été pénible. Or il est grave de briser un rêve et il aurait sans doute mieux valu ne pas lui donner naissance.

La croyance – largement partagée – dans la hausse continue du prix des logements avait d'ailleurs incité un grand nombre d'Américains à se porter acquéreurs non pas tellement pour se loger, mais pour percevoir une confortable plus-value dans le futur. Ils ont contribué par là même à accentuer la hausse des prix de l'immobilier, faisant porter un fardeau de paiement plus élevé sur les autres acquéreurs, ceux qui souhaitaient simplement satisfaire leur besoin de logement. On accuse facilement la spéculation et l'esprit de lucre qu'elle représenterait, mais il est pourtant clair qu'elle a été provoquée par la politique monétaire et la politique du crédit

irresponsables des autorités monétaires américaines et par les illusions qu'elles ont créées.

Enfin, parmi ceux qui se sont endettés pour acheter un logement, certains font un effort plus ou moins considérable pour diminuer leurs dépenses afin de maintenir leur capacité de remboursement de leurs emprunts. Autrement dit, aussi longtemps que les taux d'intérêt avaient été excessivement bas, ils avaient bénéficié de cette aubaine et réussi à obtenir à la fois la disposition du logement ainsi acheté et un niveau de pouvoir d'achat relativement élevé, mais artificiel. Le retour à des taux d'intérêt plus normaux les oblige à effectuer des choix qu'ils auraient normalement dû faire plus tôt en l'absence de la politique monétaire irresponsable qui leur a permis de profiter d'une aubaine pendant un certain temps. Ce ne sont donc pas eux qu'il convient de plaindre, mais plutôt ceux qui, n'ayant pas été emprunteurs, ont supporté, sans le savoir, le poids effectif de la politique monétaire. Celle-ci, incapable de créer des richesses nouvelles, n'a en effet pu provoquer que des transferts, au demeurant mal connus. Mais l'effet d'aubaine temporaire des emprunteurs a nécessairement été obtenu aux dépens des autres, par exemple parce que ces derniers ont dû faire face à des prix en hausse du fait de la demande exprimée par les emprunteurs bénéficiaires.

Sauver les secteurs en difficulté

La crise économique – c'est une de ses caractéristiques essentielles – frappe différemment différents secteurs. Certains sont particulièrement touchés, en particulier, bien sûr, ceux qui avaient le plus bénéficié de l'expansion antérieure du crédit. Tel est le cas du secteur automobile que nous allons prendre comme exemple.

Ce secteur a particulièrement attiré l'attention parce qu'il a souffert de la crise relativement plus que d'autres, mais peut-être aussi parce qu'il s'agit d'un secteur emblématique de la culture industrielle. C'est pourquoi on trouve des mesures d'aide au secteur automobile dans un grand nombre de pays. Ainsi, en France, le gouvernement a décidé de prêter 6 milliards d'euros à Renault et PSA, sous forme de prêts à taux préférentiels et il a accordé des « primes à la casse » aux individus qui achetaient une nouvelle voiture. Des mesures similaires ont été prises dans d'autres pays.

Mais pour évaluer de telles politiques, il faudrait connaître les raisons des difficultés financières des constructeurs automobiles. Il y a en fait deux catégories d'hypothèses possibles.

- Première hypothèse : la production de voitures de certains constructeurs n'est définitivement plus rentable. Dans ce cas, il vaudrait mieux les laisser faire faillite le plus vite possible, puisque les difficultés financières signifient que la construction de voitures détruit de la valeur : en effet, la valeur – aux yeux des acheteurs – de ce qu'ils produisent est inférieure à la valeur que peuvent avoir sur le marché – c'est-à-dire pour d'autres usages possibles – les facteurs de production utilisés pour la production. Dans cette hypothèse, la faillite arrivera de toute façon et la retarder ne fait que gaspiller des ressources, puisque, d'une part, la production de voitures absorbe des facteurs de production qui auraient été plus utiles dans d'autres activités et, d'autre part, l'État n'obtiendra pas le remboursement des prêts qu'il aura accordés. C'est, semble-t-il, un raisonnement de ce type qui a été mené en 2009 par les autorités américaines, qui ont laissé General Motors faire faillite. Il est clair, en effet, que cette firme a mal su adapter ses modèles à l'évolution de la demande mondiale et qu'elle souffrait par ailleurs du poids excessif du financement des retraites pris en charge par elle.

• Deuxième hypothèse : la production de voitures est rentable dans le long terme, mais il y a seulement une petite difficulté de parcours qu'il convient de surmonter. L'expansion passée du crédit a pu créer une euphorie excessive et il convient maintenant de revenir à un rythme de production plus normal, sans avoir à remettre en cause les stratégies industrielles (par exemple les types de modèles produits). Dans ce cas, il est légitime de se demander pourquoi l'intervention de l'État est nécessaire. En effet, puisque la production est censée être rentable dans le long terme, certaines occasions de profit devraient normalement être saisies par des capitalistes qui investiraient sous forme de fonds propres, c'est-à-dire en souscrivant à une augmentation de capital. On peut aussi imaginer que l'on trouve des épargnants qui prêteraient directement – par achat d'obligations – ou indirectement – par l'intermédiaire des institutions financières –, les perspectives de rentabilité de long terme leur donnant une garantie suffisante d'espérer ne pas courir de risques importants pour le remboursement de leurs prêts.

En réalité, plusieurs raisons expliquent que le secteur privé ne prenne pas en charge le financement nécessaire de ces constructeurs automobiles. Tout d'abord, l'épargne disponible n'est pas abondante pour des raisons que nous avons déjà soulignées. En d'autres termes, l'intervention de l'État ne signifie alors absolument pas que seul l'État peut apporter les financements nécessaires dans une situation comme celle-ci. En réalité, l'État a commencé par tuer l'épargne, par tuer le capitalisme, et ensuite il arrive en disant : « Vous voyez bien que les capitalistes sont incapables de financer l'activité économique et il faut bien que j'intervienne pour défendre l'intérêt général. » Cela lui est d'autant plus facile qu'il peut, lui, recourir à toutes sortes de subterfuges pour se procurer les ressources qu'il va ensuite prêter aux constructeurs auto-

mobiles. Il peut user de la contrainte légale pour lever des impôts, soit immédiatement, soit ultérieurement lorsqu'il s'agira de rembourser les emprunts qu'il fait dans l'immédiat. Il peut aussi, toujours en usant de ses privilèges, financer par la création monétaire. Certes, cette dernière solution n'est pas aussi aisée que dans le passé puisque la Banque de France n'est plus le décideur en dernier ressort de la politique monétaire et donc de l'expansion du crédit à l'État. Mais on peut imaginer que la Banque centrale européenne finisse par céder devant la pression de nombreux pays européens pratiquant les mêmes politiques de financement étatique et qu'elle accepte d'ouvrir les vannes du crédit.

Une autre raison explique que le financement des constructeurs automobiles soit assuré par l'État : dans la mesure où il accorde des prêts à taux préférentiels, les constructeurs préfèrent évidemment recourir à ce guichet de financement plutôt qu'à des emprunts bancaires ou à des émissions d'obligations impliquant le paiement d'un intérêt plus élevé, ou le recours à des augmentations de capital qui pourraient mettre en cause les pouvoirs de décision existants. Or, si l'État peut accorder des taux préférentiels, c'est parce qu'il prend à sa charge la différence entre le taux d'intérêt du marché et le taux d'intérêt préférentiel, ou, plutôt, qu'il le fait prendre à la charge des contribuables. On retrouve ainsi la caractéristique universelle de l'action étatique : prendre par la contrainte de l'argent aux citoyens (sans qu'ils s'en rendent compte nécessairement) pour le donner à quelques intérêts particuliers sous prétexte de défendre l'« emploi ». Ce faisant, il fausse par ailleurs le calcul économique, car il fait apparaître comme rentables des activités qui ne le sont peut-être pas et qu'il vaudrait donc mieux voir disparaître.

Bien entendu, l'idée qu'un constructeur automobile puisse disparaître suscite l'horreur. Mais pourquoi faudrait-il

maintenir à tout prix une activité dans un pays, alors qu'elle est exercée à moindre coût ailleurs ? C'est ainsi que Jeffrey Tucker¹ rappelle l'exemple des pianos aux États-Unis. Entre 1870 et 1930, pratiquement chaque famille américaine possédait un piano et celui-ci constituait la dépense la plus importante du budget familial après le logement. Entre 1890 et 1928 les producteurs américains de pianos fournissaient la moitié des pianos vendus dans le monde. La production a commencé à décliner en 1930, puis, à partir de 1960, on a vu se développer la concurrence japonaise, puis coréenne et chinoise. On ne trouve désormais plus qu'un producteur de pianos aux États-Unis, Steinway, spécialisé dans les instruments très haut de gamme. Or, comme l'écrit Jeffrey Tucker, « est-ce que quelqu'un se préoccupe de ce changement ? Pas vraiment. Avons-nous été dévastés en tant que nation à cause de ce changement ? Pas du tout. Ce fut juste une question de faits économiques. La demande a diminué et les coûts de production pour les pianos sont devenus beaucoup moins élevés ailleurs ». Pourquoi ce qui s'est passé pour les pianos ne pourrait pas se passer pour les automobiles ? Il ne faudrait en tout cas pas le déplorer. Le progrès économique se fait ainsi – non sans susciter souvent des difficultés de transition – par des transferts continus de productions de pays à pays et l'apparition de nouvelles activités dans les pays où l'on a abandonné les anciennes.

Il y a d'ailleurs, dans ce domaine comme dans tant d'autres, un de ces paradoxes dont l'action publique est friande : on s'efforce de maintenir ou de stimuler la production nationale d'automobiles, mais simultanément on freine l'utilisation de la voiture. On oublie, ce faisant, que l'objectif

1. Jeffrey A. Tucker, « The end of the piano industry », Mises Institute, *Mises Daily Article*, 10 décembre 2008.

de toute activité économique est de parvenir *in fine* à l'obtention de satisfactions pour les individus. Or c'est la consommation qui apporte des satisfactions, mais on doit pour cela supporter les coûts que représente la production. Si le bien-être des citoyens était l'objectif réel de la politique économique, on devrait donc se préoccuper de rendre les coûts de production aussi faibles que possible, en laissant les consommateurs décider des meilleurs moyens de satisfaire leurs besoins. Pour cela, il importe peu que les véhicules achetés par eux soient produits dans leur pays ou à l'étranger, mais il importe beaucoup qu'on les laisse circuler en voiture s'ils le désirent. Malheureusement, la domination des idées keynésiennes aboutit à cette idée étrange qu'il faut produire n'importe quoi, quelle que soit l'utilité de ce que l'on produit...

C'est la même erreur de raisonnement qui a inspiré une mesure prise par le gouvernement français en 2008, aussi bien que par le gouvernement allemand, la « prime à la casse » consistant à verser une certaine somme d'argent – 1 000 euros en France – aux propriétaires de véhicules d'un certain âge – 10 ans en France –, qui les enverraient à la casse pour en acheter un neuf. L'objectif de cette mesure est clair : augmenter la demande d'automobiles neuves pour aider les producteurs automobiles¹. Mais détruire un bien pour forcer son propriétaire à en acheter un autre sous prétexte que cela accroît la demande est sans doute attirant pour des esprits nourris de préceptes keynésiens, mais il n'en reste pas moins que c'est une absurdité. Le grand économiste français Frédéric Bastiat avait déjà dénoncé cette mentalité au début du

1. Certes, on fait aussi valoir que cette mesure incite à l'utilisation de véhicules moins polluants et plus sûrs, mais dans ce cas la prime devrait être permanente et non pas transitoire et elle n'en serait d'ailleurs pas moins contestable.

XIX^e siècle, par exemple dans son fameux texte intitulé « La vitre cassée ». Il expliquait qu'on se réjouissait à tort du supplément de travail qu'une vitre cassée par le ballon d'un enfant pouvait donner au vitrier, car les ressources utilisées à cet effet étaient nécessairement retirées à d'autres emplois possibles. De la même manière, la prime à la casse qui bénéficie aux producteurs d'automobiles doit bien être financée et elle réduit d'autant la demande qui s'adresse aux producteurs d'autres secteurs. Mais, comme l'aurait également dit Frédéric Bastiat, il y a ce qui se voit (l'augmentation de la demande d'automobiles) et ce qui ne se voit pas (la diminution de la demande d'autres biens). C'est malheureusement l'un des tours de passe-passe favoris de la politique économique que de pratiquer ce genre de jeu illusoire, l'homme politique obtenant crédit pour ce qui se voit sans qu'on puisse lui reprocher ce qui ne se voit pas. Si véritablement on pouvait stimuler l'activité économique en cassant ce qui existe, on ne voit pas pourquoi les gouvernements n'entretiendraient pas des armées de casseurs, qui détruiraient tous les jours ce qui leur tomberait sous la main, voitures, trains, avions, maisons, vaisselle ou vêtements ! Pourquoi, alors, ne pas payer 500 euros aux casseurs qui font brûler les voitures ou 50 euros aux enfants des écoles qui brisent le mobilier de leur salle de classe ? Et si l'on veut pousser la logique jusqu'à son terme, on serait conduit à l'inquiétante conclusion qu'il faudrait accorder une superprime à un terroriste qui ferait exploser un bâtiment, puisque l'« économie », ce personnage mythique, serait stimulée par leur acte de destruction...

CHAPITRE 5

Que craindre maintenant pour demain ?

On a dit, en s'en félicitant, que la crise signifiait le retour du politique. On prétend en effet que, jusqu'à une date récente, « l'économie dominait la politique », ce qui signifie implicitement que l'on stigmatise l'individualisme qui s'exercerait aux dépens de la société et de l'« intérêt général ». Pour ceux – nombreux – qui partagent ce sentiment, il est heureux que « la politique revienne ». Or l'économie n'est pas un personnage qui contrôle quoi que ce soit. Lorsqu'on parle de l'« économie », on se réfère en fait à une pure abstraction. N'existant pas, n'étant pas dotée de volonté propre, contrairement aux individus, elle ne peut pas dominer, c'est-à-dire exercer la contrainte. Tout au plus peut-on dire qu'il existe des lois de l'économie – c'est-à-dire des modes de comportement humains – qui empêchent, fort heureusement, les politiques de faire n'importe quoi et de dominer les individus. Mais les politiques sont, elles, bien incarnées dans des personnes qui bénéficient du privilège inouï de pouvoir utiliser la contrainte légale, ce qui n'est évidemment pas le cas de l'« économie », c'est-à-dire des milliards d'individus qui essaient d'agir le plus librement possible.

Munis de cette nouvelle légitimité que leur donne la crise, les gouvernants font feu de tout bois, le plus souvent avec l'appui d'une opinion très mal informée, pour multiplier leurs interventions. En témoignent les plans de relance, les décisions de politique monétaire, les nouvelles réglementations qui fleurissent dans chaque pays et qui prennent même de plus en plus une dimension internationale, comme nous le verrons au chapitre suivant.

DES PLANS DE RELANCE CONTRE LA RELANCE

La crise financière mondiale, qui a atteint un grand nombre de pays, s'est traduite ensuite par un ralentissement de l'activité économique, ce qui inquiète évidemment l'opinion et en particulier ceux qui en subissent le plus les effets. Les gouvernements essaient donc de répondre à cette inquiétude par la mise en œuvre de « plans de relance ». S'ils restaient totalement passifs, on ne manquerait pas de le leur reprocher, dans la mesure où tous les citoyens ont été éduqués dans l'idée que les pouvoirs politiques avaient le devoir essentiel de veiller à la prospérité et qu'ils en avaient les moyens. Et cette idée a été évidemment renforcée par la crise elle-même, puisque les hommes politiques ont continuellement proclamé qu'elle était due à la faillite des marchés, ce qui impliquait évidemment comme corollaire la reprise en main par les politiques. L'État moderne, est-il généralement admis, est en charge de la politique de stabilisation et de la politique de croissance et nul autre que lui – en tout cas pas le « marché » – n'en aurait la possibilité. Pourtant, malgré l'opinion dominante, pour sortir de la

crise il faut s'en remettre aux capacités d'ajustement des marchés. Mais l'action politique est à la fois simple à comprendre et dramatique : il est à la limite totalement indifférent pour un homme politique que les mesures de relance adoptées soient efficaces, car les phénomènes économiques sont tellement complexes qu'il sera de toute façon impossible à l'opinion de savoir dans quelle mesure les décisions adoptées auront joué un rôle positif ou négatif. Comment apprécier dans le futur si la croissance aurait été plus ou moins forte en l'absence des mesures de politique économique qui auront été prises ?

La bien-aimée erreur keynésienne

Tout ce qui intéresse un dirigeant politique étant de « faire quelque chose », cela lui est d'autant plus facile que l'on croit disposer d'une règle simple, inspirée de la théorie keynésienne : pour relancer l'activité économique, il faut accroître la demande globale et, pour cela, il faut soit augmenter les dépenses publiques, soit relancer la consommation, soit encore créer de nouvelles liquidités monétaires. Malheureusement, ces idées sont fausses et totalement inadaptées à la situation de crise. En effet, dans tous les domaines, on ne peut trouver une solution à un problème qu'en en connaissant les causes. Or les racines de la crise financière et économique ne viennent pas d'une insuffisance de demande globale. Elles se trouvent dans l'incroyable instabilité de la politique monétaire américaine au cours des années passées, dans la politique américaine en faveur de l'accès à la propriété immobilière d'emprunteurs peu solvables (les fameux *subprimes*) et dans quelques autres causes que nous avons soulignées aux chapitres 1 et 2.

Pendant toute la période de faibles taux d'intérêt américains de 2002 à 2005, le monde a été submergé de liquidités abondantes et il a été facile de financer à bas prix toutes sortes de projets qui n'étaient pas rentables en réalité. Cette désastreuse politique monétaire a donc conduit à des modifications profondes dans les structures productives. Le surinvestissement massif dans certains secteurs – par exemple le logement, mais aussi d'autres, comme l'automobile – est devenu apparent lorsqu'on est revenu à des conditions monétaires plus réalistes. Le problème auquel on est confronté n'est donc pas un problème global – que l'on pourrait résoudre, par exemple, en augmentant la demande globale – mais un problème sectoriel. Et si l'on veut en trouver une illustration particulièrement évidente, on n'a qu'à songer aux difficultés rencontrées à la fin de 2009 à Dubaï, où l'on avait financé par l'endettement le développement démesuré de grands projets immobiliers.

La crise joue le rôle nécessaire de rétablir les équilibres en revenant vers les structures productives qui auraient prévalu en l'absence de l'instabilité d'origine monétaire et en rétablissant des structures de prix qui ne soient pas faussées par les illusions de la distribution de crédits illusoire. Ainsi, les faillites contribuent à cet assainissement en permettant de mettre fin à des gaspillages de ressources dus à de mauvais choix d'investissement et de gestion. Contrairement à ce que l'on a tendance à penser, elles sont créatrices et non destructrices : le maintien des entreprises en difficulté perpétuerait les mauvais choix, alors que les faillites permettent de transférer leurs actifs vers des propriétaires et managers qui sauront mieux les utiliser. C'est pourquoi la meilleure politique de relance consiste à laisser les marchés remplir leur rôle dans les ajustements économiques. La crise n'est pas un dysfonctionnement du système économique qu'il conviendrait de

corriger. Elle est au contraire le moyen d'apurer les erreurs du passé.

Il est donc paradoxal et même tragique que l'on attribue la crise financière et économique au fonctionnement libre des marchés – alors qu'elle a été provoquée par de mauvaises politiques – et que l'on attende ensuite des solutions de la politique économique, alors qu'il conviendrait de faire confiance aux marchés ! Compte tenu du matraquage idéologique auquel est soumise l'opinion, on comprend que les hommes politiques soient tentés de se précipiter dans la brèche ainsi ouverte, ce qui leur permet d'apparaître comme des sauveurs. Mais les victimes en seront les citoyens eux-mêmes. Les hommes de l'État décident pendant la crise, un peu partout dans le monde, de « mobiliser » des centaines de milliards d'euros pour sauver des banques en faillite, pour aider des entreprises en difficulté, pour accroître artificiellement le pouvoir d'achat, alors qu'ils ne savent absolument pas quels ajustements sont nécessaires dans les structures productives afin de retrouver des situations d'équilibre. Ce faisant, ils ne créent aucune richesse, ils ne font que déplacer celles qui sont créées par les citoyens. Pour financer ces folles dépenses, ils ont recours à l'impôt – diminuant d'autant le pouvoir d'achat des citoyens – ou à l'emprunt – limitant alors les ressources nécessaires à l'investissement. Pourquoi ne trouve-t-on pas un grand dirigeant politique pour affirmer : « Je n'ai pas la prétention de savoir comment sortir de la crise, les marchés le savent mieux que moi, et je préfère donc m'en remettre à la sagesse des hommes » ? Il est malheureusement à craindre qu'un tel personnage aurait du mal à se faire réélire...

Essayons en effet de comprendre le rôle d'un plan de relance. Pour cela plaçons-nous à l'échelle du monde et imaginons d'abord une situation où il n'y a pas de croissance et

où les processus productifs se reproduisent identiquement à eux-mêmes de période en période. Supposons par ailleurs que la quantité de monnaie dans le monde est constante et qu'il n'y a donc pas de variations des prix monétaires (puisqu'on suppose une constance de la production réelle). Les processus productifs se déroulent dans le temps. Il y a des stades de production proches des consommateurs et, en amont, des stades de plus en plus éloignés. À chacun des stades, on produit en fonction de la demande supposée du stade suivant. Dans l'hypothèse où nous nous trouvons actuellement et où les processus productifs se répètent identiquement à eux-mêmes, il n'y a pas d'erreurs et l'on peut considérer que l'information est parfaite. Elle a été léguée par l'expérience antérieure. Il se peut qu'on soit arrivé à cette situation par une série d'essais et erreurs, l'information étant imparfaite au départ et s'étant progressivement améliorée. À chaque stade de production, une valeur ajoutée est produite et elle a pour exacte contrepartie une distribution de rémunérations (salaires, intérêts et profits¹). Celles-ci feront l'objet de décisions de la part de leurs titulaires qui décideront ou bien d'utiliser immédiatement les ressources ainsi obtenues pour la consommation, ou bien de les épargner, auquel cas elles seront investies soit par leurs titulaires eux-mêmes, soit par leurs emprunteurs. Il y aura donc des demandes de biens de consommation et de biens d'investissement. Dans l'hypothèse où nous nous trouvons actuellement, c'est-à-dire une situation où les processus de production et de consommation se reproduisent de période en période sans changement, c'est-

1. Certes, dans l'hypothèse d'économie stationnaire que nous avons retenue pour le moment, il serait plus réaliste de supposer que les profits n'existent pas, puisqu'ils sont normalement la rémunération de l'innovation et de la prise de risque. Mais nous ne maintiendrons pas constamment cette hypothèse.

à-dire sans croissance ni décroissance, il n'y a aucune raison de supposer qu'il existe un investissement net. L'épargne ne peut donc servir qu'à maintenir la valeur du capital productif qui se détériore au cours des processus de production. Le total des demandes – ce qu'en termes keynésiens on appelle la « demande globale » – est déterminé par l'ensemble des valeurs ajoutées obtenues à chacun des stades de production. De ce point de vue, les producteurs font l'avance des salaires, par exemple, de même qu'ils achètent les matières premières ou les biens de production avant d'avoir écoulé leur production. Ils sont donc propriétaires d'un capital circulant et d'un capital fixe. C'est ce capital circulant (accumulé au moyen d'une épargne antérieure) qui permet à la demande d'exister.

La valeur de ce qui est produit au stade final est égale à la somme des valeurs ajoutées obtenues à chaque stade de production. Dans ce monde où, par hypothèse, tous les prix monétaires restent constants, il y a identité parfaite entre la valeur de la production finale obtenue à chaque période, la valeur des rémunérations distribuées et la valeur des biens demandés. C'est la fameuse « loi des débouchés » de Jean-Baptiste Say, selon laquelle « les produits s'échangent contre des produits ». On voit bien, si l'on réfléchit aux processus productifs, que cela est dénué de sens de distinguer, d'un côté, l'offre de biens et, de l'autre côté, la demande de biens. Il est évident, tout au moins dans l'hypothèse où nous nous trouvons, qu'il est inconcevable d'imaginer que l'on puisse augmenter la demande globale. Qui va exprimer cette demande ? D'où va-t-elle émaner ? Pour demander des biens sur le marché, il faut bien avoir des ressources et ces ressources sont nécessairement issues de la production. Imaginons maintenant qu'un brigand dépouille un individu de son revenu. Il exprime une nouvelle demande, mais aux dépens de sa victime et il n'y a pas d'augmentation de la demande

globale. Il se peut simplement qu'il y ait un changement dans la structure de production, le voleur n'ayant pas nécessairement besoin des mêmes biens que sa victime. En tout cas, il serait absurde de parler de relance globale.

Il en va exactement de même si l'État augmente sa demande de biens. Il ne peut le faire qu'en prélevant des ressources sur autrui, en usant de son privilège en matière de contrainte légale. Mais ici aussi il y a un déplacement de demande, sans création d'une demande nouvelle, tout simplement parce que cela est impossible ! Ainsi, l'État peut prélever des impôts pour financer sa demande supplémentaire, de telle sorte que la demande supplémentaire de l'État est intégralement compensée par une diminution de demande des contribuables. La structure de la demande peut en être modifiée, mais pas son montant total. L'État peut aussi emprunter, mais les ressources qu'il obtient ainsi ne sont plus disponibles, par exemple, pour l'investissement privé.

Imaginons maintenant qu'on se trouve non plus dans l'hypothèse précédente d'économie stationnaire, mais dans l'hypothèse – généralement conforme au monde d'aujourd'hui – où il existe une croissance de la production dans le monde. Mais encore faut-il se demander d'où provient cette croissance. Elle ne peut évidemment pas venir d'une augmentation de cet agrégat mythique que chérissent les keynésiens, la « demande globale », car il n'y a aucun moyen d'augmenter la demande si les revenus n'augmentent pas et les revenus n'augmentent pas si la production n'augmente pas (la valeur des revenus distribués est égale à la somme des valeurs ajoutées créées par les entreprises). La croissance ne peut résulter que des décisions des producteurs de produire plus, soit en utilisant des facteurs de production supplémentaires, soit en utilisant mieux les facteurs de production existants,

soit en proposant des produits et services nouveaux correspondant mieux aux besoins des consommateurs. Mais les processus de production se déroulent dans le temps, ce qui signifie que les producteurs anticipent les besoins futurs qui s'exprimeront sur les marchés une fois que les productions nouvelles se seront traduites par des distributions de revenus. Mais précisément parce qu'il existe de tels décalages dans le temps, les producteurs ne peuvent anticiper les besoins futurs qu'à condition d'en avoir les moyens, c'est-à-dire de disposer des ressources nécessaires pour mettre en œuvre ces processus de production. Ces ressources sont obtenues grâce à l'épargne, placée en fonds propres ou en fonds prêtables. Comme le souligne Robert Murphy¹, l'idée selon laquelle la production répondrait immédiatement à la demande ignore tout simplement l'existence du capital, c'est-à-dire de l'accumulation d'épargne. « Les biens finals que vous achetez dans un magasin, écrit-il, sont faits de composants qui sont passés probablement par des milliers de mains différentes, dans des douzaines de pays, avant de se retrouver tous dans le produit que vous jetez dans votre chariot de courses. » Or c'est un des grands mérites de la « théorie autrichienne » que d'avoir placé le temps et le capital au centre de la théorie des cycles économiques.

Stimuler la croissance ne peut évidemment pas s'obtenir par le simple fait de dépenser – ou encore moins de gaspiller – des ressources, chose que les États ont tendance à faire. Cela implique, d'une part, l'existence d'une épargne abondante (et non illusoire), et, d'autre part, l'existence d'un esprit d'entreprise et de motivations à prendre les risques de la fonction entrepreneuriale. Or il est évident qu'il y aura

1. Robert Murphy, « Consumers don't cause recessions », *Mises Institute, Mises Daily Article*, 11 novembre 2008.

d'autant plus d'entrepreneurs et que les entrepreneurs seront d'autant plus incités à produire que le rendement de leurs efforts sera plus important et que le risque sera plus faible. Le rendement dépend évidemment des choix stratégiques, technologiques et organisationnels des entrepreneurs, mais il dépend également de la fiscalité qui vient amputer les résultats ou des réglementations qui alourdissent les coûts de production. Le risque, pour sa part, est inhérent à la fonction entrepreneuriale et il est normal de laisser les entrepreneurs supporter les risques qu'ils ont décidé de prendre, puisque telle est leur fonction. Mais il est aussi affecté par les décisions publiques. En effet, on considère à notre époque qu'il est normal que l'État – ou les institutions qui se trouvent dans son orbite – modifie de manière discrétionnaire le niveau des impôts qu'il prélève ou les contraintes de ses réglementations. Contrairement à ce qui se passe dans la sphère privée où les engagements contractuels sont la règle et constituent l'un des fondements de l'éthique capitaliste, les décisions étatiques sont discrétionnaires. L'État et ses acolytes constituent donc à notre époque la source majeure des risques. En outre, contrairement à ce qui se passe pour beaucoup d'autres risques, ces risques d'origine publique ne sont pas assurables.

C'est pourquoi une véritable politique de relance consiste non pas à augmenter la dépense publique ou la consommation ou encore à créer de la monnaie, mais, bien au contraire, à laisser les marchés – c'est-à-dire les décideurs concernés – fonctionner le plus librement possible pour dégager des ressources d'épargne et pour prendre en charge les risques de la production. C'est vrai en toutes circonstances, mais la crise ne rend pas caduques de telles prescriptions, bien au contraire. Comme nous le savons en effet, la crise est l'expression des illusions et des gaspillages passés.

Il faut donc la laisser faire son travail d'ajustement et mettre en place le mieux possible, le plus rapidement possible, les conditions de la croissance à long terme.

Pour analyser les politiques de relance, il faut imaginer qu'une crise est survenue, mais il faut bien faire des hypothèses au sujet de ce qui a pu troubler le cycle normal des processus de production. En effet, on ne peut pas réparer un système sans comprendre les causes de son mauvais fonctionnement. Or, au risque de nous répéter, nous devons souligner que la crise ne correspond en rien à l'apparition – plus ou moins inexplicable – d'un phénomène de diminution de la demande globale qu'il faudrait compenser ; elle correspond essentiellement à un excès de création monétaire qui a conduit à un excès d'endettement des États et des individus et qui a modifié les prix relatifs et les structures productives. Il faut donc revenir à des prix plus conformes à la réalité et accepter une diminution de l'endettement. Nous avons déjà souligné que le libre fonctionnement des marchés constituait le meilleur moyen de revenir à la vérité des prix. Mais comment peut évoluer l'endettement ?

La nécessité du désendettement

La période antérieure à la crise a été caractérisée par des distorsions dans l'appareil productif et par un excès d'endettement des individus, des entreprises et des États. La crise représentant la période de transition vers une situation économique « normale », il faut laisser faire les restructurations dans les appareils productifs et accepter le désendettement de ceux qui se sont trop endettés.

États et particuliers ont obtenu des emprunts peu chers et abondants. Il faut maintenant les rembourser. Or il n'est

plus possible de rembourser en s'endettant à nouveau, comme on le faisait auparavant, puisque le crédit s'est raréfié. Comment le désendettement va-t-il donc se passer ?

Que peuvent, tout d'abord, faire les ménages s'ils sont endettés et ne peuvent pas se refinancer facilement ? Ils vont diminuer leurs dépenses et essayer d'augmenter leurs revenus. Les efforts des ménages pour dépenser moins signifient que la marge entre leur revenu et leurs dépenses s'accroît. Que devient cette marge ? Elle ne disparaît pas. C'est une épargne volontaire, celle qu'il est indispensable de faire pour rembourser ses emprunts antérieurs, celle que l'on aurait peut-être faite s'il n'avait pas été si facile d'emprunter ! Mais cette épargne ne disparaît pas comme par enchantement. Elle est remise aux institutions financières, précisément pour se désendetter. Or celles-ci ne pouvant plus aussi facilement trouver des fonds prêtables, étant donné que la politique monétaire est devenue plus restrictive, cela leur donne les ressources nécessaires à la poursuite de leur activité. Ici encore, on répare le passé : on a fait trop de dettes d'origine monétaire, aux dépens de l'épargne volontaire. Peu à peu cette dernière se substitue maintenant dans les bilans des banques à la dette d'origine monétaire. On ne peut que s'en féliciter, car cela représente une modalité de financement saine. Il ne faut donc pas interférer avec le processus de retour à la normale en créant trop de liquidités d'origine monétaire sous prétexte d'éviter aux ménages de faire des efforts de désendettement.

On pourrait être tenté de dire que l'effort de désendettement des ménages se traduisant par une diminution de leurs dépenses, il se pose bien un problème d'insuffisance de « demande globale » qui légitimerait des mesures de relance d'inspiration keynésienne. Il n'en est rien. En effet, dans la période d'expansion monétaire, il y a eu, comme nous l'avons vu, des conflits entre la demande de biens de consom-

mation et la demande de biens durables et de biens d'investissement. Cela s'est traduit par des distorsions dans les structures de production (entre biens de consommation et biens durables ou d'investissement) et non par une augmentation globale de la demande et de la production. Lorsqu'on revient à une situation normale, il y a restructuration et non pas baisse de la demande globale. Cependant, dans la mesure où les restructurations ne peuvent pas se faire immédiatement et sans coûts, certains facteurs de production se trouvent momentanément inemployés et, pour cette raison, il y a diminution de la production globale et *donc* de la demande globale. Mais le problème est fondamentalement un problème structurel et non un problème global que l'on pourrait résoudre par une augmentation – d'ailleurs impossible – de la demande globale, sans considération des aspects structurels. La politique de relance par la demande n'accroît pas la demande globale, car elle ne peut pas le faire, elle modifie la structure de la demande, donc la structure de la production de manière parfaitement arbitraire. Elle ne peut donc que retarder les ajustements nécessaires.

Le désendettement des entreprises pose des problèmes similaires. Mais il est moins facile pour une entreprise de diminuer ses coûts de production, c'est-à-dire ses dépenses, que pour un ménage. C'est pourquoi le processus se traduit probablement surtout par une diminution des profits ou l'apparition de pertes, ce qui peut éventuellement conduire à la faillite. En outre, certaines entreprises doivent liquider les mauvais investissements faits dans le passé, ce qui ne peut pas avoir lieu rapidement car cela implique essentiellement de ne pas renouveler les investissements devenus obsolètes.

L'État a, lui aussi, profité des facilités de la dette dans la période d'euphorie et il a fait de mauvais investissements ou distribué un pouvoir d'achat illusoire à crédit. Il devrait

revenir à la sagesse, ce qui impliquerait un désendettement, c'est-à-dire une diminution du déficit budgétaire ou même l'apparition d'un surplus. Mais, il peut, lui, ignorer le système d'incitations des entreprises et des individus. Appliquant de manière presque automatique une politique d'inspiration keynésienne, il augmente ses dépenses au lieu de les réduire ! Comment réussit-il ce miracle ? En accaparant des ressources qui sont déjà trop rares ! Il a pour cela trois moyens.

- L'impôt : cela réduit le revenu disponible des ménages, alors qu'ils voudraient l'augmenter pour se désendetter, tout en maintenant le mieux possible leur pouvoir d'achat.

- L'emprunt : cela réduit les ressources disponibles pour l'investissement et la capacité à se désendetter. Certes, on dira que les États empruntent souvent non pas pour consommer ou faire consommer, mais pour réaliser des investissements et grands travaux. Mais ce n'est pas suffisant : ils substituent en effet des investissements publics dont le rendement futur est ignoré ou considéré comme sans importance à des investissements privés créateurs de valeur (sinon on ne les ferait pas). C'est exactement le principe keynésien : on creuse des trous inutiles. On considère l'investissement non pas dans sa fonction créatrice de richesses, mais comme un élément de la demande globale. Ce faisant, d'ailleurs, on raisonne justement de manière trop globale, comme si tous les facteurs de production étaient interchangeables.

- La création monétaire : c'est perpétuer les illusions et les déséquilibres qui ont précisément été à l'origine de la crise ! Bien sûr, le Trésor public n'est généralement pas le bénéficiaire direct de la création monétaire et de la distribution correspondante de crédits. Mais les autorités publiques pensent qu'en augmentant arbitrairement la masse de crédits

d'origine monétaire, on accroît le pool d'épargne total (l'épargne volontaire et l'épargne illusoire), facilitant ainsi le financement du Trésor sur les marchés financiers.

Quelle que soit la méthode de financement, pour réaliser les investissements publics, on détourne des facteurs de production des autres secteurs. On dira peut-être qu'en réalité on utilise ainsi des ressources qui, sinon, seraient restées oisives. C'est une illusion. En effet, au cours des changements de structures productives rendus nécessaires par les distorsions précédentes, on a attiré des facteurs de production vers des activités qui n'étaient pas en fait les plus désirables et qui n'auraient pas été choisies dans des circonstances normales. La récession impose de mettre fin à certaines de ces activités et à libérer les facteurs de production correspondants. Dans une société libre qui fonctionne bien, ces facteurs se seraient dirigés peu à peu vers les activités véritablement désirables. L'intervention étatique, elle, va les capter avant qu'ils aient pu faire cette reconversion. C'est là que réside l'un des aspects tragiques de l'intervention étatique : dans le court terme, on a le sentiment que le sous-emploi des facteurs de production est évité. Mais on ne fait que retarder la solution du problème. En effet, d'une part, on empêche certains facteurs de production d'effectuer leur reconversion, on les dirige vers des activités (publiques) vers lesquelles ils ne seraient pas allés si on avait pu utiliser au mieux leurs capacités. D'un autre côté, pour financer l'utilisation de ces facteurs de production, l'État prélève des ressources (par l'impôt ou l'emprunt) qui auraient servi précisément à employer les facteurs de production libérés des activités peu désirables.

Lors du lancement du premier plan de relance français en décembre 2008, il a été prévu, outre l'extension des prêts à taux zéro, la prime à la casse, déjà évoquée, la distribution d'une prime de 200 euros aux « ménages les plus démunis »,

un plan massif d'investissements publics. On a alors annoncé que ces investissements devaient générer un surcroît de croissance de 0,8 point en 2009 (au prix d'un déficit public accru de 15,5 milliards). On croit vraiment rêver en apprenant une telle annonce ! Ou bien le chiffre de gain de croissance (+ 0,8 %) est totalement inventé par les hommes de l'État (peut-être en jetant des dés sur une table) ou bien il a été calculé par des « experts ». Dans le premier cas, nous laissons le lecteur juger du sérieux de leurs propositions de politique économique. Dans le deuxième cas, on peut se demander de quelle expertise les experts sont capables. Les « modèles » utilisés éventuellement pour aboutir à de tels résultats sont nécessairement construits de manière telle que les dépenses publiques sont considérées comme une addition nette à la demande et à la production, sans considérer aucune substitution de la demande publique à la demande privée.

« Priorité à l'investissement », a-t-on dit à propos du plan français. Mais tout investissement n'est pas bon à prendre ; tout dépend de son utilité par rapport à d'autres usages possibles des ressources. Un individu sait choisir entre différents investissements qui lui apportent des rendements et avantages variés et si aucun ne le satisfait, il préfère la consommation présente. Mais les décisions publiques sont incapables d'utiliser les mêmes critères, d'avoir le même raffinement ; elles représentent donc nécessairement des gaspillages (d'utilité) : les décisions ne correspondent pas aux choix intertemporels des individus. Dans la sphère publique, on raisonne à tort en termes globaux et macro-économiques : on décide d'augmenter le montant total des investissements, sans se préoccuper de savoir s'ils viennent au bon moment, si tel investissement est préférable à tel autre, si les ressources ainsi utilisées ne seraient pas plus utiles dans d'autres usages.

Emprunter pour quoi faire ?

Ainsi, alors que, pour apurer les excès d'endettement du passé, tout le monde doit se désendetter, les États prennent généralement la direction inverse. Il y a là malheureusement une caractéristique fréquente des décisions politiques et pour pouvoir utilement les évaluer on pourrait se donner pour règle de confronter la manière d'agir des hommes de l'État et celle des individus responsables. Si les êtres humains se comportent de manière rationnelle, comme nous le pensons, il n'y a en effet pas de raison pour que les hommes de l'État se comportent d'une manière différente. C'est pourtant ce qu'ils font bien souvent et l'on peut en trouver une illustration dans le cas du grand emprunt national décidé en France par le président de la République en juin 2009.

Imaginons en effet que le président d'une entreprise annonce qu'il va emprunter une somme d'argent importante pour investir et qu'il réunisse ensuite son conseil d'administration, ses principaux collaborateurs ou quelques conseillers extérieurs pour décider des meilleurs moyens de dépenser cet argent. On considérerait une telle démarche comme tout à fait étrange. Elle présenterait d'ailleurs un risque considérable : dans la mesure où il faudrait nécessairement dépenser l'argent ainsi emprunté, on pourrait être conduit à mettre en œuvre des investissements non rentables et on pourrait même aboutir à une faillite, les rendements de ces investissements n'étant pas suffisants pour couvrir le coût de l'emprunt. On le sait bien, en effet, parce qu'un chef d'entreprise est quelqu'un de responsable, il adopte nécessairement une démarche inverse : il recherche constamment s'il existe des investissements potentiellement rentables. Il se demande ensuite s'il souhaite les financer par des fonds propres ou par

l'emprunt. Dans le premier cas, il n'engagera les investissements que dans la mesure où la rentabilité en sera supérieure à ses yeux à tout autre usage possible des fonds en question. Dans le deuxième cas, il ne les décidera que s'ils permettent de dégager une plus-value après avoir couvert le coût de l'emprunt. Ce qui est vrai d'une entreprise l'est aussi d'un individu. Imaginons en effet un individu qui déciderait d'emprunter de l'argent et qui se demanderait ensuite comment le dépenser. On serait tenté de lui dénier toute rationalité et, précisément parce que l'homme est rationnel, aucun individu ne procède ainsi.

C'est une démarche exactement inverse qui est suivie par les autorités politiques françaises au sujet du grand emprunt national. Celui-ci a été annoncé par le président de la République dans un discours prononcé devant le Congrès à Versailles le 22 juin 2009. Quelques jours après, le Premier ministre a réuni ses ministres pour décider comment l'argent ainsi obtenu serait dépensé, puis le président de la République a mis en place une commission, présidée par Alain Juppé et Michel Rocard, pour établir les priorités dans les emplois de l'emprunt. Il est donc légitime de se demander pourquoi une procédure qui paraîtrait dénuée de sens si elle était adoptée par un individu ou une entreprise ne le serait pas si elle est le fait des hommes de l'État.

Certains seront cependant tentés de défendre l'idée qu'il existe des décisions d'intérêt général qui n'ont rien à voir avec une série d'intérêts particuliers. Même s'il est impossible de trouver la logique d'une telle assertion – qui relève plus de l'acte de foi que de l'analyse rigoureuse du fonctionnement des sociétés humaines –, on trouve malheureusement des convictions de ce type dans l'analyse économique. La théorie keynésienne, qui est largement fondée sur des concepts macroéconomiques arbitraires et incompatibles

avec la logique de l'action humaine, en donne l'un des exemples les plus significatifs. Et c'est précisément un réflexe de type keynésien – donc contestable – qui inspire la démarche concernant le grand emprunt national. En effet, contre toute logique, Keynes a répandu l'idée que, pour sortir d'une crise économique, il fallait augmenter la « demande globale » et qu'il suffisait, par conséquent, que la puissance publique accroisse ses dépenses, même si celles-ci ne servaient à rien. Cet hymne au gaspillage est évidemment devenu du pain bénit pour des gouvernements toujours disposés à augmenter leurs dépenses afin de satisfaire leurs clientèles électorales.

Il devrait pourtant être évident, comme nous l'avons déjà souligné, que, ce faisant, l'État ne fait que déplacer des ressources : il les prend – par l'impôt, par l'emprunt ou par l'inflation – à des citoyens qui en étaient les légitimes propriétaires et qui, en tant que tels, les auraient utilisées de manière efficace pour eux. Mais ces ressources passant de mains responsables à des mains irresponsables, il y a donc non pas création de nouvelles richesses – c'est-à-dire une relance économique –, mais, au contraire, un gaspillage de ressources, donc un processus de destruction économique. De ce point de vue, l'emprunt est particulièrement contestable car il biaise les comportements : s'il est attractif et incite donc certains à utiliser ainsi leurs ressources pour y souscrire, celui-ci devra être remboursé par des impôts qui seront supportés par les citoyens, y compris par les souscripteurs.

Dans le cas du grand emprunt national, on nous dit que les sommes récoltées serviront à financer des investissements d'avenir et non des dépenses courantes. Fort bien. Mais cela ne constitue malheureusement pas une justification suffisante. En effet, la prétention de l'État à définir les investissements d'avenir relève exactement de la même démarche

que celle qui a conduit au désastre tant de pays où les gouvernements prétendaient maîtriser le futur par la planification. On sait bien en effet comment se déterminent les procédures de décision dans ces cas : on réunit des comités d'« experts » qui trouvent là une occasion de faire payer par les contribuables des dépenses qui correspondent à leurs préjugés ou à leurs intérêts, sous prétexte de stimuler l'innovation et de choisir l'avenir. Or notre pays peut malheureusement fournir une longue liste de toutes ces « dépenses d'avenir » – par exemple le « plan calcul » ou le Concorde – qui ont été des gouffres budgétaires. Dans des circonstances comme celles d'une crise économique où les ressources et les financements sont plus rares, il conviendrait surtout que l'État réduise ses dépenses de manière drastique, qu'il diminue les impôts pesant sur les citoyens – en particulier les impôts sur l'épargne et le capital – et qu'il leur permette ainsi de réaliser au mieux leurs propres visions.

LA TENTATION DES MANIPULATIONS MONÉTAIRES

Comme nous l'avons vu, la crise financière a été fondamentalement due à la politique laxiste des banques centrales qui ont créé trop de monnaie, distribué trop de crédits et trop abaissé les taux d'intérêt. Malheureusement, il ne semble pas que les leçons du passé aient beaucoup servi. Tandis que la réaction des autorités étatiques à la crise consiste à augmenter les dépenses publiques, la réaction des autorités monétaires consiste à pratiquer une politique monétaire expansionniste. Ainsi, dès 2009, la Fed a abaissé son taux d'intérêt directeur jusqu'à un niveau incroyablement bas, puisque son objectif

consistait à obtenir un taux situé entre zéro et 0,25 % ! Et la Banque centrale européenne a suivi le mouvement, mais en restant tout de même à un niveau plus décent de 1 %. Certes, les marchés n'ont pas immédiatement suivi cette course à la baisse des taux d'intérêt, probablement parce qu'une prime de risque importante subsistait. En effet, dans l'ignorance où l'on se trouve au sujet de la solidité des banques, comme de leurs clients, on hésite tout de même à faire crédit et on se protège donc par des taux d'intérêt relativement élevés par rapport aux taux directeurs des banques centrales. Mais il n'en reste pas moins vrai que les banques centrales continuent à penser qu'elles ont la responsabilité de stimuler l'activité économique en maintenant des taux d'intérêt bas. Et si la reprise est lente – comme elle devrait l'être du fait des politiques erronées qui sont mises en œuvre – la tentation de pratiquer une politique de bas taux d'intérêt risque d'être durable et, peut-être, de provoquer un nouveau cycle de taux d'intérêt, annonciateur d'une nouvelle crise financière.

Un pays comme les États-Unis – mais pas seulement lui – a connu une période longue et ininterrompue de prospérité parce qu'il avait bénéficié d'une bonne combinaison de politiques économiques, à savoir une politique d'impôts à taux faibles, un déficit budgétaire limité ou même, parfois, un excédent budgétaire, et une politique monétaire pas trop expansionniste (même si elle a été, variable)¹. On risque maintenant, sous prétexte de sortir de la crise ou d'éviter l'arrivée d'une nouvelle crise, de faire exactement l'inverse, c'est-à-dire une politique d'impôts élevés, de déficits budgétaires importants et de création monétaire vigoureuse. On

1. Cf. notre ouvrage, *Français, n'ayez pas peur du libéralisme*, *op.cit.* La crise financière et économique des années 2008-2009 ne change en rien le jugement que l'on peut porter sur la période antérieure.

aura alors les ingrédients voulus pour l'apparition d'une nouvelle crise.

Les leçons de la crise n'ont pas été apprises, parce qu'il était évidemment plus commode pour les autorités politiques de rejeter la responsabilité de la crise sur le fonctionnement des marchés afin de pouvoir apparaître en sauveurs du système, et il en allait de même pour les autorités monétaires afin de s'absoudre de toute responsabilité. Mais il en résulte évidemment que l'on persiste à penser que les banques centrales ont la responsabilité non pas seulement d'éviter l'inflation, mais aussi de soutenir l'activité économique. Cela implique très clairement qu'on ne devrait plus se contenter de faire dépendre le sort de milliards d'individus des décisions discrétionnaires d'une poignée de banquiers centraux et qu'il faudrait remettre en cause la conception même du système monétaire.

L'existence de la banque centrale, nous l'avons dit, est généralement justifiée en particulier par l'idée qu'il faut un « prêteur en dernier ressort », c'est-à-dire un organisme qui peut prêter aux banques en difficulté, de manière à éviter une « crise systémique », sous la forme d'un effet domino, la faillite d'une banque entraînant la faillite d'autres banques qui détiennent des créances sur la première et ainsi de suite... Au cours des années 2000, la Banque centrale américaine a provoqué une crise financière, comme cela a été expliqué. Tout le système financier en a été ébranlé, mais on prétend ensuite que les banques centrales et les États doivent voler au secours des établissements financiers mis à mal par l'instabilité inhérente du capitalisme. Pour éviter l'écroulement du système financier, il faudrait injecter des liquidités de manière massive dans le système financier et seuls les banques centrales et les États en ont les moyens. On justifie ainsi, par l'expérience – mais une expérience faussée – l'existence des banques centrales et de la politique monétaire.

Une lecture toute différente des événements s'impose en réalité : celui qui a créé un désordre est peut-être le seul à pouvoir y mettre fin. Au lieu de le féliciter d'avoir (pense-t-on) aidé à sortir du désordre, on devrait surtout lui reprocher de l'avoir créé. Si une leçon doit être tirée des événements de 2008-2009, c'est qu'il faudrait supprimer les banques centrales. En effet, jamais, dans un système de marché pur sans banque centrale, de telles fluctuations de taux d'intérêt n'auraient pu se produire, jamais autant de liquidités n'auraient pu être créées. Sur un marché libre, le taux d'intérêt est déterminé par la confrontation des offres et des demandes de fonds dont les changements sont nécessairement lents, de telle sorte que les variations des taux d'intérêt sont contenues dans des limites raisonnables. Malheureusement, l'idée selon laquelle un système monétaire peut fonctionner efficacement et même mieux en l'absence de banques centrales n'est absolument pas acceptable pour le moment par la majeure partie de l'opinion. Elle est pourtant vraie¹.

Les banques centrales de notre époque jouent plusieurs rôles. Certains d'entre eux pourraient être remplis par d'autres organismes, par exemple celui de chambre de compensation. D'autres sont inutiles ou même nuisibles, par exemple le rôle de prêteur en dernier ressort – déjà évoqué – qui crée un « risque moral » en atténuant la responsabilité des organisations financières dans leurs prises de risques. Mais c'est aussi le rôle principal des banques centrales – celui de créateur de monnaie – qui doit être mis en cause. En effet, la création de monnaie implique nécessairement la distribution de crédits factices, comme nous l'avons vu. Mais nous avons également vu qu'il n'était pas nécessaire de créer de la mon-

1. Nous n'en développerons pas les raisons ici, mais on peut se reporter à notre ouvrage, *La Vérité sur la monnaie*, *op.cit.*

naie. Si la masse monétaire restait constante dans un pays ou un groupe de pays, cela se traduirait simplement par la baisse des prix nominaux des produits bénéficiant de progrès techniques et par une augmentation bénéfique du pouvoir d'achat de la monnaie. Or, si une banque centrale arrivait à atteindre l'objectif qu'on lui donne en principe – empêcher l'inflation –, mais qu'elle n'atteint généralement pas, elle introduirait malgré tout des distorsions dans le système économique. En effet, la stabilité des prix dans une économie en croissance (une économie où il y a des progrès techniques) implique qu'il y ait une création monétaire positive et donc une distribution de crédits factices, ne correspondant pas à une épargne véritable¹.

Le monopole est toujours mauvais, mais un monopole durable ne peut être que d'origine publique, c'est-à-dire qu'il y a une interdiction légale d'entrer sur un marché et de concurrencer celui qui bénéficie du privilège de monopole. Tel est le cas de la banque centrale, seule habilitée à produire ce qu'on peut appeler la « base monétaire », c'est-à-dire la monnaie-banque centrale qui sert de base à la création monétaire par les banques commerciales. En supprimant la banque centrale on n'aboutirait pas à une explosion de création monétaire, mais, bien au contraire, à une régulation monétaire, car la concurrence incite chaque producteur à offrir le meilleur produit possible. Or, une monnaie qui se déprécie n'est pas une bonne monnaie. Le monopole monétaire a le moyen d'imposer aux citoyens l'usage d'une mauvaise mon-

1. En simplifiant les choses, si, par exemple, les progrès de productivité permettent une croissance de 3 % par an, la stabilité du « niveau général des prix » implique une croissance au même taux de la masse monétaire et donc une croissance à ce même taux des encours de crédit, c'est-à-dire de l'épargne factice.

naie, tandis que des banques en concurrence sont incitées à proposer des monnaies qui ne se déprécient pas.

Nous n'ignorons certes pas que les esprits ne sont pas prêts à accepter un système qui a pourtant prévalu pendant des siècles et qui a beaucoup mieux fonctionné que les systèmes modernes avec banque centrale. Mais si la crise financière pouvait commencer à faire douter de la nécessité des banques centrales et rendait plus acceptable l'idée de leur suppression, elle aurait joué un rôle utile.

Faute d'accepter un changement aussi radical de système, on risque fort de voir réapparaître périodiquement des crises financières qui seront, tout habituellement, attribuées à un fonctionnement fondamentalement instable du capitalisme. Les traits spécifiques de ces crises à venir pourront être variés, mais elles résulteront de l'incapacité des autorités publiques et monétaires à comprendre le fonctionnement des systèmes monétaires, financiers et économiques. À titre d'illustration, rappelons les propos tenus en 2009 par Nicolas Sarkozy. D'après lui, « les *subprimes* ont été une catastrophe. Il ne faut pas recommencer cette expérience. Mais la titrisation est essentielle pour l'économie. Elle est au cœur du dispositif. Sans elle l'économie mondiale ne peut pas marcher. La surface de prêt des banques doit être décuplée. C'est pourquoi il faut réinventer une titrisation vertueuse¹ ». Ces quelques phrases sont un modèle du bavardage politique où des propos lancés au hasard masquent une incompétence abyssale. Nicolas Sarkozy reconnaît que l'expérience des *subprimes* a été une catastrophe, mais a-t-il oublié qu'il avait lui-même plaidé pour que l'on fasse l'équivalent en France ? Il affirme que « la surface de prêt des banques doit être décu-

1. Cité par Sylvie Pierre-Brossolette, « Sarkozy est-il dépassé ? », *Le Point*, 5 mars 2009.

plée ». Est-ce à dire que les prêts bancaires doivent être dix fois plus importants ? D'où sort ce chiffre, si ce n'est d'un signe du ciel révélé à un devin ? Et de quels prêts s'agit-il ? De prêts résultant d'une épargne véritable et volontaire des individus ? Mais ceci serait en contradiction avec la politique constante de Nicolas Sarkozy – aussi bien comme ministre des Finances que comme président de la République – pour stimuler la consommation aux dépens de l'épargne. S'agit-il de prêts créés *ex nihilo* par l'intermédiaire de la création monétaire ? Ce serait alors mettre en place toutes les conditions pour une nouvelle crise monétaire et financière, d'autant plus gravissime que les prêts auraient été multipliés par dix... Toutes ces incohérences sont masquées dans le discours par la *coda* finale, l'appel mystique à une « titrisation vertueuse » dont la définition est évidemment absente, car Nicolas Sarkozy ne sait sans doute pas lui-même ce qu'elle peut être. Mais sans doute a-t-il seulement le sentiment implicite qu'une titrisation vertueuse serait une titrisation contrôlée par l'État, c'est-à-dire par des gens aussi compétents en économie que lui-même.

LE RETOUR DE LA RÉGLEMENTATION

Étant donné qu'il est généralement admis – à tort, bien sûr – que la crise financière et économique provient d'une insuffisance de la réglementation et du contrôle des marchés par les autorités publiques, il en résulte évidemment que les gouvernements et leurs administrations, toujours à l'affût des occasions d'étendre leurs pouvoirs, s'efforcent de renforcer les réglementations existantes ou d'en créer de nouvelles, non seulement dans le secteur financier, mais également pour

l'ensemble des activités économiques. N'est-il pas pourtant étrange que l'on renforce les pouvoirs et les missions d'autorités de contrôle – appelées autorités de régulation – qui n'ont pas été capables de jouer leur rôle dans le passé : ainsi, le fonds de Bernard Madoff a fait faillite avec 50 milliards d'engagements non honorés, mais la SEC ne s'était jamais préoccupée de le contrôler ! Et ne devrait-on pas se demander par quel miracle des autorités monétaires et financières qui n'ont pas été capables de réguler leur propre activité pourraient être capables de réguler celle des autres ?

L'un des domaines où l'activisme réglementaire se manifeste avec le plus de vigueur est celui de la rémunération des dirigeants. Certes, nous savons qu'il existe un problème de gouvernance, comme nous l'avons vu dans le chapitre 2, mais nous savons aussi que ce problème de gouvernance n'a pu se manifester qu'à cause du laxisme de la politique de crédit et que, de toute façon, il ne sera pas résolu par des mesures réglementaires consistant à interdire ou limiter certaines pratiques. Parmi elles, les problèmes de rémunération sont particulièrement concernés parce qu'ils rencontrent facilement l'assentiment d'une opinion publique toujours prompte à considérer les rémunérations élevées comme « excessives ». Tel est le cas des bonus, stock-options et parachutes dorés.

Ces différentes composantes de la rémunération de certains salariés et dirigeants d'entreprises ont fait l'objet de critiques vigoureuses et innombrables depuis le début de la crise financière. Elles sont considérées comme des facteurs importants de cette crise, parce qu'elles favoriseraient la recherche de profits à court terme au détriment de la viabilité à long terme des organisations financières, ou, tout au moins, comme des manifestations indécentes du comportement de rapace des dirigeants dans une période de crise au cours de

laquelle les actionnaires perdent une grande partie de la valeur de leurs actions et les salariés risquent de perdre leurs emplois.

Or, si tous ces éléments de rémunération des dirigeants des entreprises ont fait leur apparition depuis longtemps et se sont maintenus, c'est parce qu'ils constituaient des moyens d'incitation justifiés. S'ils étaient inutiles, ils auraient disparu du paysage des affaires, car on voit mal pourquoi les propriétaires d'une entreprise accepteraient durablement de payer des rémunérations inutiles. Ils ont un rôle important à jouer parce qu'ils permettent d'introduire une part de rémunération variable dans le total des émoluments accordés à certains salariés. En effet, le modèle traditionnel et simplifié de l'entreprise conduit à distinguer, dans le partage de la valeur ajoutée créée par une entreprise, une partie affectée à des rémunérations certaines, décidées à l'avance par contrat (les salaires et les intérêts), et une partie résiduelle qui constitue le profit. Cela correspond à la différenciation des rôles joués par les uns et par les autres : les titulaires de profit sont ceux qui prennent le risque en charge, les salariés et les prêteurs reçoivent une rémunération certaine, donc sans risques (tout au moins si l'on exclut le risque provenant de la faillite éventuelle de l'entreprise, précisément parce qu'elle est dans l'incapacité d'honorer les contrats certains qu'elle avait signés).

Or, les bonus, stock-options et parachutes dorés introduisent un élément variable – donc incertain – dans la rémunération de certains salariés. Le montant de ces éléments dépend de la capacité de leurs bénéficiaires à créer un supplément de valeur ajoutée et donc de profit. L'incertitude propre à la rémunération des propriétaires est ainsi partagée par ceux qui sont les plus aptes à créer de la valeur.

Mais ces différents éléments répondent à des exigences différentes. Comme nous l'avons rappelé, on estime générale-

ment qu'ils constituent un danger en incitant les bénéficiaires à privilégier les profits de court terme et donc à mettre les entreprises en danger. Or, ce n'est pas nécessairement vrai, en particulier pour les stock-options et les parachutes dorés. Rappelons tout d'abord ce que sont les stock-options. Elles consistent à accorder à des salariés d'une entreprise le droit de « lever des options » sur une quantité prédéterminée d'actions de leur entreprise à une date future et à un prix – dit « prix d'exercice » – également déterminé à l'avance par référence au prix courant de ces actions. En d'autres termes, les bénéficiaires des stock-options peuvent décider d'acheter – ou de renoncer à l'achat – des actions à l'échéance prévue, par exemple quatre ans. Si le prix des actions a augmenté entre la date d'attribution et la date de levée des options (ce qui n'est, évidemment, pas nécessairement le cas), le bénéficiaire fait un bénéfice, puisqu'il peut revendre immédiatement à ce prix les actions qu'il vient d'acheter au prix plus bas convenu à l'avance. Dans le cas de la France, le délai minimum de levée des options est de quatre ans et le prélèvement fiscal est calculé à partir d'un taux forfaitaire. Mais le taux d'imposition est plus faible si l'on attend six ans pour lever ses options.

Les dispositions concernant les stock-options ont donc bien pour but d'inciter les dirigeants d'une entreprise à la gérer de manière efficace de manière que le prix de vente des actions augmente le plus possible. Les stock-options ne favorisent donc pas un comportement « court-termiste », bien au contraire, puisqu'elles ont même été inventées dans le but d'inciter à faire le choix du long terme. Comme nous l'avons vu au chapitre 2, l'une des causes de la crise financière vient précisément du fait que, normalement, un dirigeant qui reçoit uniquement un salaire est incité à maximiser ses gains de court terme. Les stock-options apportent un

contrepoids à cette tendance. Il est donc tout à fait étonnant qu'à l'occasion de la crise financière on mette en cause le principe des stock-options et qu'on évoque la nécessité d'une législation contraignante pour les limiter ou même, éventuellement, pour les interdire. En fait, la condamnation du profit – et même parfois la haine du profit – par une grande partie de l'opinion publique et des politiciens prend le prétexte de la crise financière pour porter atteinte à la participation aux bénéfices des cadres dirigeants (ce qui n'empêche pas, simultanément et paradoxalement, de vouloir augmenter la participation des salariés dans les entreprises...). Les stock-options ne sont en rien une cause de la crise financière et il n'y a donc pas lieu de légiférer à leur encontre sous prétexte d'empêcher l'arrivée d'une nouvelle crise.

Bien sûr, il existe dans ce domaine, comme dans tout domaine, ce que l'on appelle des « abus ». C'est le cas lorsque des cadres dirigeants s'attribuent des montants importants de stock-options sans contrôle suffisant des actionnaires. Mais, en fin de compte, ce sont bien les actionnaires qui en pâtissent, puisque la valeur de leurs propres actions est diminuée par la vente à prix bradé d'actions supplémentaires. C'est à eux de renforcer les procédures de contrôle et non à la loi. Le recours à la loi présente en effet un grave inconvénient : par son caractère général, elle impose à toutes les entreprises les mêmes règles et les mêmes comportements, alors qu'elles sont toutes différentes. C'est aux actionnaires – par l'intermédiaire du conseil d'administration, mais aussi au sein des assemblées générales – d'apprécier dans quelle mesure l'attribution de stock-options peut améliorer la gestion de leur entreprise et donc leur apporter un supplément de valeur. Mais les modes de contrôle et de décision, ainsi que les systèmes d'incitations, diffèrent d'une entreprise à une autre et il est donc contre-productif et arbitraire de vouloir imposer

les mêmes règles à tous. Les stock-options sont de nature contractuelle et il est toujours à la fois dangereux et immoral que l'État s'immisce dans les contrats privés. Certes, les amoureux de l'intervention étatique ne se priveront pas de dire que l'État doit contrôler les contrats, parce qu'il se peut que la juxtaposition d'un grand nombre de dispositions contractuelles qui semblent justifiées aux signataires des contrats aille à l'encontre de l'« intérêt général ». Mais nous venons de voir qu'il n'en était rien, bien au contraire. Grâce aux stock-options, on doit ajouter à la dichotomie traditionnelle entre des salariés « court-termistes » et des propriétaires d'entreprises « long-termistes » une catégorie intermédiaire, celle des salariés incités à allonger leur horizon temporel, ce qui est leur intérêt, mais ce qui correspond aussi à l'intérêt des actionnaires et à l'« intérêt général ».

C'est un raisonnement semblable que l'on doit mener à propos des parachutes dorés. Ceux-ci consistent à accorder à l'avance, au moyen de dispositions contractuelles, une indemnité à un haut cadre dirigeant lorsqu'il est mis fin à son contrat. Normalement, l'indemnité dépend de la durée de présence du bénéficiaire dans l'entreprise – ce qui crée une incitation à choisir le long terme contre le court terme – et elle peut être conditionnelle, c'est-à-dire que son existence et son montant dépendent du succès passé du bénéficiaire pour satisfaire à un certain nombre de critères de performance. Certes, l'existence de parachutes dorés est quelque peu contraire à un principe traditionnel et justifié selon lequel le président d'une entreprise est révocable à tout moment (*ad nutum*) et sans indemnité. Mais on peut penser que le marché des « grands patrons » de très grosses entreprises est un marché extrêmement étroit et qu'il est au demeurant international. Aussi, pour attirer un dirigeant exceptionnel, faut-il pouvoir offrir des conditions compétitives et les parachutes

dorés en font partie. Par ailleurs, comme les stock-options, ils ont le mérite d'inciter à faire le choix du long terme, en particulier si leur montant dépend justement de la durée des fonctions et de leur succès. Mais il faut aussi reconnaître qu'il y a eu, au cours des années récentes, en France comme dans d'autres pays – par exemple aux États-Unis –, des abus qui ont choqué à juste titre l'opinion. Mais ces abus ne doivent pas se mesurer au montant plus ou moins important d'un parachute doré. Ils n'existent que dans la mesure où un parachute doré est accordé à un dirigeant qui n'a pas rempli sa mission de manière satisfaisante. Il y a alors le sentiment d'une injustice et d'un prélèvement injustifié sur les ressources d'une entreprise, ce qui est effectivement le cas. Mais, dans ce cas également, l'appréciation des critères d'attribution des parachutes dorés a un caractère très subjectif et c'est normalement aux actionnaires – ou, tout au moins, à leurs représentants dans le conseil d'administration – d'en décider.

Quelques remarques doivent cependant être faites à cet égard. Il faut tout d'abord souligner que ces comportements scandaleux ne sont pas le fait de véritables capitalistes, c'est-à-dire de propriétaires d'une entreprise, mais de salariés. Comme nous l'avons vu au chapitre 2, le manque d'épargne et de capitaux propres est en grande partie responsable de cette situation d'irresponsabilité dans laquelle se trouvent un certain nombre de dirigeants d'entreprises. De ce point de vue, il convient d'ailleurs de rappeler que les très grandes entreprises ne constituent qu'une petite partie du monde de la production et qu'il faut éviter de porter un jugement critique sur l'ensemble des entrepreneurs, qu'ils soient dirigeants ou capitalistes, à partir des quelques abus que les médias mettent en avant. On devrait même, de ce point de vue, prendre une attitude exactement inverse de celle qui est généralement acceptée : n'est-il pas surprenant qu'il y ait si peu d'abus de ce

genre parmi le nombre considérable d'entreprises qui existent (environ 1,8 million en France !) ? Et n'est-il donc pas dangereux et arbitraire, dans ce domaine aussi, de vouloir légiférer de manière générale à partir de ces quelques exceptions ? Répétons-le, les véritables abus – des parachutes dorés lorsqu'un dirigeant a failli à sa mission – sont choquants. Mais au lieu d'une régulation autoritaire par l'État, ne vaut-il pas mieux laisser ceux qui sont concernés pratiquer les ajustements nécessaires, par exemple en améliorant les procédures de contrôle et en refusant les contrats injustifiés ? De ce point de vue, l'indignation légitime de l'opinion devant les quelques abus criants, a un rôle régulateur à jouer en incitant les assemblées générales d'actionnaires et les conseils d'administration à être plus attentifs. On apprend de ses erreurs et les abus récents peuvent donc avoir un rôle positif.

Du point de vue de leur rôle incitatif, la différence n'est pas négligeable entre, d'une part, les stock-options et les parachutes dorés et, d'autre part, les bonus. En effet, ceux qui bénéficient des deux premiers éléments de rémunération, sont ceux qui prennent des décisions stratégiques et il faut donc les inciter à faire le choix du long terme. Il n'en va pas nécessairement de même avec cet autre élément de rémunération variable que sont les bonus. Ceux-ci s'adressent davantage à ceux qui prennent des décisions de gestion et dont les motivations doivent être de plus court terme. Ainsi, les traders doivent maximiser les chances de gain, compte tenu des fluctuations à court terme ou à très court terme des prix et taux auxquels ils doivent réagir. Il est donc normal que leurs bonus récompensent cette capacité à dégager des profits à court terme et il n'y a donc pas de raison de légiférer pour modifier les systèmes de bonus dont la mise en place doit relever exclusivement des propriétaires de l'entreprise financière concernée.

Dans ce cas également, on sera peut-être tenté de dire qu'il faut éviter de mettre en cause l'intérêt général par une série d'erreurs particulières. On argumentera en effet que le système des bonus incite les opérateurs financiers à prendre trop de risques, de manière à augmenter leur probabilité de gains et donc le montant de leurs bonus. Si la plupart des opérateurs agissent de même, il peut en résulter un excès de prise de risque par l'ensemble des organisations financières et donc une grande fragilité. Un retournement conjoncturel imprévu peut alors les conduire à la faillite avec une possibilité de risque systémique et des conséquences réelles importantes, comme on le voit pendant la crise. Ici encore, on a trop tendance à mettre en avant un exemple exceptionnel, comme s'il était significatif d'un comportement généralisé. Ainsi en est-il en France de l'« affaire Kerviel » dans laquelle un trader de la Société générale a pris des risques considérables et a entraîné une perte de 5 milliards d'euros pour sa banque. Cet événement a simplement révélé les défaillances du système de contrôle de la banque concernée et il est fort probable que les procédures de contrôle ont été révisées et renforcées depuis lors, non seulement au sein de la Société générale, mais au sein de la plupart des autres banques. En effet, le risque de faillite est un risque important non seulement pour les propriétaires d'une banque, mais aussi, dans une certaine mesure, pour ses cadres dirigeants, de telle sorte qu'ils sont tous incités à améliorer constamment les méthodes d'évaluation des risques et les procédures de contrôle, la possession de stock-options ne pouvant d'ailleurs que renforcer ces incitations. Mais, par ailleurs, comme nous le savons bien, la fragilité des banques et institutions financières n'a pas été provoquée seulement par des opérations spéculatives imprudentes. La faillite effective ou potentielle de beaucoup de ces établissements à travers le monde a été le

résultat de la conjonction de crédits trop risqués et trop peu rentables, d'une part, et de fonds propres trop restreints, d'autre part.

On rencontre par ailleurs une préoccupation plus spécifique à propos des bonus, mais aussi des stock-options et des parachutes dorés. En effet, comme on l'a vu, un certain nombre de banques ont dû recourir à l'aide de l'État pour éviter la faillite. Bien entendu, il aurait mieux valu que le sauvetage éventuel de ces banques soit effectué par les procédures classiques du marché (augmentation de capital, rachat par une autre organisation), mais l'intervention de l'État est un fait. L'opinion s'émeut alors que certaines des organisations qui ont ainsi eu recours à l'État – donc à l'argent des contribuables – distribuent des bonus plus ou moins importants à leur personnel ou, éventuellement, des stock-options et des parachutes dorés. Cette émotion est compréhensible, parce que l'aide étatique était censée non pas aider des banquiers que l'on rend responsables de la crise financière, mais permettre le fonctionnement normal du système financier, dans l'intérêt de tous les citoyens, en évitant des faillites en chaîne et des paniques financières. Encore faudrait-il préciser ce qu'est cette aide financière des États. En effet, dans certains cas, l'État devient actionnaire des banques défailtantes (il apporte les fonds propres que, semble-t-il, un marché financier déprimé ne peut pas apporter). Il est alors habilité à exercer ses droits d'actionnaire, comme n'importe quel autre actionnaire, et il peut faire toutes les pressions nécessaires pour que l'argent des contribuables soit utilisé autrement, s'il le juge nécessaire, à tort ou à raison. Mais s'il prête de l'argent, il doit se comporter comme n'importe quel prêteur, c'est-à-dire obtenir un taux d'intérêt et le remboursement futur de son prêt, sans avoir un quelconque pouvoir de décision sur les banques emprunteuses. Or l'idée selon laquelle

l'argent public ne doit pas servir à verser des éléments de rémunération aux dirigeants ou aux opérateurs des banques est contestable. En effet, l'objectif affirmé de l'intervention étatique consiste à restaurer et à maintenir la viabilité des banques. Pour cela il faut qu'elles soient gérées de la manière la plus efficace possible, ce qui implique de conserver ou de recruter le personnel le plus compétent possible et de lui donner les incitations nécessaires. Si les décideurs – c'est-à-dire les actionnaires et leurs représentants – estiment que, dans certains cas, le paiement de bonus, par exemple, est nécessaire pour attirer les meilleurs traders, il serait dangereux de l'interdire par la loi. Ce qui peut sembler avoir une justification « morale » – utiliser l'argent public dans l'intérêt de tous – peut fort bien avoir des effets pervers qui se retournent contre le but poursuivi.

Malheureusement, dans la fièvre réglementaire qui a saisi les autorités publiques – avec, le plus souvent, l'aval d'une opinion publique troublée et prompte à chercher des boucs émissaires –, la tentation est grande de vouloir limiter ou même interdire certains types de rémunération, tout au moins pour les banques aidées par l'État, mais même pour les autres. C'est ainsi que le gouvernement français s'est cru autorisé à convoquer les dirigeants des grandes banques pour leur rappeler la nécessité de respecter les règles de bonne conduite édictées dans ce domaine par le G20. Il faisait ainsi écho à l'émotion suscitée par l'annonce que BNP-Paribas avait décidé de provisionner un milliard d'euros pour les bonus de ses équipes, alors que l'État avait apporté 5,1 milliards d'euros sous forme d'actions préférentielles. Or il est tout à fait étonnant que les dirigeants de ces grandes banques françaises aient accepté docilement de se rendre à cette convocation incongrue, sans oser rappeler qu'il n'y avait aucune raison pour que l'État se comporte différemment des

autres actionnaires ou créanciers. La crise renforce donc une tendance dangereuse des États à se substituer aux dirigeants économiques légitimes.

Il est essentiel pour les banques – et donc pour tous les agents économiques – de restaurer leur solvabilité et, pour cela, d’obtenir le concours des meilleurs financiers. Or, dans un marché des compétences qui est essentiellement international, si les banques d’un pays doivent se soumettre aux exigences des pouvoirs publics ou à des règles législatives arbitraires pour leurs politiques de rémunérations, elles risquent fort de subir un handicap de compétitivité. Pour essayer de contourner cet obstacle, les banques peuvent alors être tentées d’augmenter la part fixe des rémunérations, puisque la part variable est limitée. Mais accroître les engagements certains aux dépens des engagements liés aux résultats, c’est risquer de diminuer les fonds propres des banques et donc de les fragiliser. D’après Guillaume Maujean¹, une simulation sur la base des comptes 2008 des cinquante premières banques mondiales « montre que le basculement d’une partie des bonus en salaire fixe, qui correspondrait au final à une réduction de plus d’un tiers de la rémunération globale pour les activités de marché par rapport à 2007, aurait entraîné une détérioration des fonds propres de ces établissements de près de 0,65 % à fin 2008 ». Et il conclut justement : « Sauf à vouloir exclure la France de la compétition financière internationale, il convient d’éviter les vociférations populistes bien souvent hypocrites et contre-productives. »

Ainsi, qu’il s’agisse de politique budgétaire, de politique monétaire ou de réglementations, il semble bien que, d’une manière générale, les gouvernements, réagissant à des

1. « Supprimer les bonus au profit d’une augmentation du salaire fixe menacerait la solvabilité des banques », *Les Échos*, 7-8 août 2009.

REVENIR AU CAPITALISME...

observations superficielles plutôt qu'à des analyses approfondies, donnent des réponses inadaptées. Cela risque au mieux de retarder les ajustements nécessaires, au pire de ralentir la croissance et même de provoquer de nouvelles crises. Et ce qui est le plus inquiétant c'est que ces erreurs semblent être presque universellement partagées.

CHAPITRE 6

L'illusion de la coopération internationale

La plupart des pays du monde sont affectés par la crise financière parce que les marchés sont mondialisés. Pour essayer de se protéger de cette mondialisation des crises, on peut enregistrer deux types de réactions.

La première est celle du repli sur soi, consistant à essayer de s'isoler des marchés mondiaux pour éviter la contagion des influences néfastes venues de l'extérieur. C'est peut-être ce que réussit à faire un pays comme la Corée du Nord... On n'a effectivement pas entendu parler de la faillite d'institutions financières de ce pays, d'une part parce que celles-ci ne détiennent probablement pas beaucoup d'actifs étrangers et ne subissent donc pas les pertes dues aux mauvais placements des institutions financières étrangères, d'autre part parce qu'elles sont publiques et qu'elles ne risquent donc pas de faire faillite. Mais les performances économiques de la Corée du Nord ne sont pas telles que l'on puisse la citer en exemple. Le caractère public des banques permet de cacher la mauvaise gestion, l'État – donc les citoyens – prenant en charge les conséquences des décisions erronées, c'est-à-dire que le risque est non pas supprimé, mais dilué dans

l'ensemble de la société. La fermeture des marchés par rapport à l'extérieur a évidemment un coût considérable, puisqu'elle empêche les habitants d'un pays de bénéficier de la meilleure rémunération pour son épargne ou des meilleures conditions pour le financement de ses investissements. Et par ailleurs, on ne voit pas pourquoi la politique monétaire d'un pays isolé de l'extérieur serait nécessairement de meilleure qualité que celle pratiquée par les autres pays. On peut, en effet, se rendre indépendant monétairement et financièrement et en profiter pour faire des bêtises !

La deuxième réaction – peut-être la plus fréquente – consiste à dire : puisque les marchés sont mondialisés, il convient de mettre en place une gouvernance mondiale des marchés. Les autorités nationales ont longtemps pensé, en effet, qu'elles avaient la maîtrise des événements économiques sur leur propre territoire. Ce n'était en fait que très partiellement vrai puisque, nous l'avons suffisamment vu, la politique économique est essentiellement un jeu d'illusion et elle est source d'instabilité bien plus que de stabilité. Mais l'illusion de la maîtrise des phénomènes pouvait être plus facilement maintenue lorsque des contrôles de change rigoureux segmentaient les marchés et maintenaient leur caractère étroitement national. Faute de pouvoir perpétuer ces illusions de manière crédible, les gouvernements sont alors tentés non pas de reconnaître définitivement que la meilleure solution consiste à abandonner leurs pouvoirs apparents, mais de les mettre en pool avec ceux de leurs partenaires soit européens, soit mondiaux. Les plus activistes d'entre eux nourrissent même l'espoir de pouvoir exercer une influence prépondérante dans le cartel d'États ainsi constitué, ce qui leur permettrait de compenser leurs pertes de pouvoirs à l'échelon local par un élargissement de ceux-ci à l'échelle du monde.

LA COOPÉRATION N'EST PAS BONNE EN SOI

L'économiste Harry Johnson, spécialiste d'économie internationale, aimait dire : « La coopération n'est pas bonne en soi ; les membres de la mafia coopèrent bien entre eux. » Une telle remarque est la sagesse même. Mais le poids des mots est tel qu'on considère *a priori* que la coopération est bonne, parce que ce terme évoque l'harmonie entre les hommes ou entre les pays. Il est pourtant vrai que l'on peut coopérer pour faire le bien ou pour faire le mal. Assez curieusement – mais de manière peut-être pas tout à fait innocente –, on parle de coopération pour évoquer des accords entre gouvernements, mais on parle de cartels pour évoquer des accords entre entreprises. Or, le terme de « cartels » est généralement considéré comme négatif et il suggère l'idée que les entreprises s'unissent ainsi pour pouvoir exercer un pouvoir monopolistique et exploiter leurs clients. Nous considérons pour notre part qu'une telle interprétation des cartels est fautive et que, bien souvent, la coopération interentreprises vise à satisfaire des objectifs favorables aux clients¹. De manière générale, un cartel peut se définir comme une organisation par laquelle des producteurs s'efforcent d'harmoniser leurs produits ou certaines caractéristiques de leurs produits. Cette définition peut aussi bien s'appliquer aux producteurs privés – les entreprises – qu'aux producteurs de biens publics et il convient d'ailleurs de ne pas lui donner un contenu normatif *a priori*. C'est ainsi qu'une structure telle que le G20 – qui regroupe les dirigeants des vingt pays considérés comme

1. Cf. notre article, « Cartels as efficient productive structures », *The Review of Austrian Economics*, 1996, IX, n° 2, p. 79-82.

les plus importants – peut être désignée comme un « cartel d'États » au sein duquel les membres cherchent à coordonner ou à harmoniser leurs politiques. L'opinion courante condamne les cartels privés, parce qu'on les soupçonne de chercher à faire des profits aux dépens de leurs clients, et elle célèbre la coopération entre cartels d'États. On devrait pourtant adopter *a priori* l'attitude inverse : les cartels privés, librement constitués, sont toujours soumis au risque d'une concurrence extérieure et donc incités à satisfaire leurs clients, alors que les cartels d'États forment des monopoles qu'aucune concurrence extérieure ne peut inquiéter.

De ce point de vue, il se passe maintenant à l'échelle du monde exactement ce qui a eu lieu à l'intérieur de l'Union européenne. On a commencé le processus d'intégration européenne – fort heureusement – en supprimant toutes sortes d'obstacles aux échanges entre les pays européens, aussi bien pour les marchandises ou les services que pour les mouvements de capitaux et l'on a donc ainsi accru la concurrence à l'intérieur de l'Union européenne. C'était parfaitement justifié puisque la concurrence est toujours bonne. En effet, non seulement elle permet à chacun de se spécialiser et de bénéficier de la spécialisation des autres, mais elle est par ailleurs un extraordinaire stimulant de l'innovation. Lorsque la concurrence existe, un producteur est incité à faire mieux que les autres afin de pouvoir se maintenir sur son marché ou même de conquérir de nouveaux marchés. Il en va de même pour les politiques publiques : lorsqu'elles sont en concurrence, on peut espérer que les gouvernements seront incités à imiter ceux dont les politiques donnent les meilleurs résultats ou même à faire mieux que les autres. Malheureusement, les gouvernements – comme tout le monde – ont peur de la concurrence, précisément parce qu'elle est une discipline exigeante : elle suppose de faire des efforts pour s'améliorer au

lieu de se contenter d'agir paisiblement selon des méthodes routinières. Les producteurs privés cherchent certes l'appui des pouvoirs publics pour limiter la concurrence et ils y arrivent bien souvent. C'est la raison pour laquelle le protectionnisme existe. Mais ils ont besoin de ce concours extérieur et ils ne peuvent généralement pas trouver par eux-mêmes les moyens de se protéger contre la concurrence d'autrui. Il n'en va pas de même pour les gouvernements qui ont les moyens de protéger leurs propres politiques publiques contre la concurrence des autres pays. Cependant, la concurrence s'impose à eux dans la mesure où les personnes, les activités économiques, les capitaux peuvent fuir l'espace national s'il existe trop de contraintes réglementaires ou fiscales sur celui-ci. On a naturellement tendance à fuir les enfers fiscaux ou réglementaires pour aller vers les paradis fiscaux et réglementaires.

Comment les gouvernements peuvent-ils alors réagir afin de maintenir leur emprise sur les citoyens ? Ils peuvent essayer de limiter ou d'interdire les mouvements de personnes, d'activités, de biens et services, de capitaux. Mais ce serait contraire à l'esprit initial de l'intégration européenne et à tous les efforts de libéralisation effectués dans le monde au cours du passé récent. Il reste alors une solution, celle de l'harmonisation des politiques fiscales et réglementaires. Bien évidemment, les gouvernements des enfers fiscaux et réglementaires sont particulièrement soucieux d'obtenir que les politiques des paradis fiscaux évoluent vers leurs propres modèles (infernaux...). Une telle harmonisation des politiques n'a en fait pas d'autre justification, même si les gouvernements mettent en avant la nécessité d'éviter des « distorsions de concurrence » du fait que les producteurs de différents pays ne se trouvent pas dans les mêmes environnements fiscaux ou réglementaires. Cet argument n'a aucune

valeur et il consiste à confondre la concurrence avec l'harmonisation des conditions de concurrence. En effet, la concurrence se définit purement et simplement par le fait qu'il y a liberté d'entrer sur un marché¹. Lorsqu'elle existe, elle a ce grand mérite que des producteurs situés dans des environnements différents – aussi bien du point de vue fiscal ou juridique que climatique ou éducatif – sont incités à rechercher les meilleurs processus de production – éventuellement en surmontant les handicaps de leurs environnements – pour pouvoir conquérir des marchés. La différenciation des politiques fiscales et réglementaires, au lieu de leur harmonisation, permet d'expérimenter et d'évaluer les effets de différentes politiques. En harmonisant les politiques entre plusieurs pays, on se prive de cet apport précieux à la connaissance. Malheureusement, les gouvernements qui harmonisent leurs politiques ont la faiblesse de penser qu'ils ont la connaissance parfaite et qu'ils savent pertinemment quelles sont les meilleures politiques pour l'éternité. Or, ils peuvent évidemment se tromper et, si des microdécisions donnent lieu à des microerreurs, les macrodécisions sont à l'origine de macroerreurs, et les mégadécisions peuvent aboutir à des mégaerreurs.

Il se passe actuellement au niveau du monde – ou, tout au moins, au niveau des pays qui composent ce que l'on appelle le G20 – exactement le même processus que celui qui s'est produit en Europe, c'est-à-dire un effort coordonné entre gouvernements pour adopter des politiques semblables, en particulier dans le domaine réglementaire, en réponse à la crise financière et économique. Nous avons vu précédemment qu'il existait malheureusement une tendance forte dans

1. Voir notre ouvrage, *La Concurrence*, Paris, PUF, collection « Que sais-je ? », 1995.

le monde à renforcer les réglementations sous prétexte qu'une déréglementation trop poussée aurait été un facteur essentiel de la crise. Pour les raisons que nous venons de voir, ceux qui sont les plus convaincus de la nécessité de cette réglementation essaient d'obtenir une harmonisation internationale. Ainsi, comme nous l'avons déjà souligné, une politique consistant à limiter les bonus – si ce n'est à les interdire dans certains cas – risquerait de faire fuir les financiers les plus capables, si elle était adoptée par un seul pays. C'est pourquoi on s'efforce d'obtenir des règles similaires, comme l'ont fait les chefs d'État au cours des réunions du G20 d'avril et de septembre 2009. Or il y a lieu de s'inquiéter, puisque les dirigeants des vingt pays membres du G20 ont décidé de se réunir désormais de façon régulière, environ tous les six mois. Il y a là l'amorce d'un gouvernement mondial qui risque d'imposer au monde entier les mêmes règles et les mêmes politiques économiques. En effet, même si les vingt membres de ce cartel public ne représentent pas le monde entier, ils ont les moyens – du fait de la puissance qu'ils représentent et des capacités de rétorsion qu'ils détiennent – de faire pression sur les gouvernants des autres pays pour leur imposer les recettes qu'ils auront concoctées. Devant un tel pouvoir organisé, l'individu aura bien peu de chances de défendre sa liberté. La crise ne devrait normalement pas laisser de séquelles durables dans la vie économique, dans la mesure où les marchés assurent nécessairement la « sortie de crise ». Malheureusement, elle nous lègue quelque chose de beaucoup plus grave : l'emprise d'un pouvoir mondial irresponsable sur la vie de tous les citoyens du monde.

Comme nous l'avons vu, et contrairement à ce qui a été décidé par la plupart des gouvernements, *il ne faudrait pas de relance budgétaire, pas plus qu'il ne faudrait de relance monétaire, ou qu'il ne faudrait renforcer des réglementations qui*

aboutissent nécessairement à freiner l'autorégulation des marchés. On n'obtient ainsi que des déficits budgétaires, des distorsions dans les appareils productifs, de l'inflation et un nouveau cycle monétaire avant une nouvelle crise financière. Or, ce n'est pas parce que les erreurs sont ratifiées et coordonnées par les principaux gouvernements du monde que, par miracle, elles deviennent des remèdes. Un gaspillage budgétaire n'est pas moins un gaspillage budgétaire s'il est fait à l'échelle du monde. Il n'en est que plus nocif. Une réglementation stupide n'en est pas moins stupide si elle est harmonisée et adoptée par un grand nombre de pays. Une atteinte aux libertés fondamentales n'est pas moins immorale si elle résulte de l'accord entre de nombreux gouvernements...

Ainsi, il est tout à fait étonnant que les réunions du G20 aient servi surtout à réglementer les bonus ou à faire la guerre aux paradis fiscaux. Nous avons vu précédemment, en effet, qu'il était impossible de définir une fois pour toutes et pour toutes les circonstances une politique de bonus optimale. Il faut expérimenter diverses solutions. Lorsqu'un État se substitue aux entreprises concernées pour imposer un mode de rémunération, il prive définitivement les personnes concernées des bienfaits de l'expérimentation. Mais lorsqu'une même réglementation est adoptée par un très grand nombre de gouvernements – si ce n'est même par la presque totalité –, on se prive de manière tragique de toute la richesse d'information que pourrait apporter la concurrence. La concurrence entre des producteurs de biens matériels est fondamentale, parce qu'elle incite chacun à faire mieux que les autres et parce qu'elle apporte à chacun des informations sur ce que font les autres. Ce n'est pas vrai que pour les biens matériels. C'est vrai aussi pour les processus de production, les normes, les techniques. Et c'est pourquoi les normes de rémunération ne doivent pas être réglementées par le cartel

des États ; elles doivent faire l'objet d'essais et d'erreurs, dans un environnement concurrentiel, par ceux qui ont intérêt à trouver les meilleures normes.

Il est encore plus étonnant que la fièvre réglementaire des dirigeants du cartel des États se soit tellement focalisée sur la lutte contre les paradis fiscaux au cours de l'année 2009, en particulier sous la pression des autorités françaises. En effet, les paradis fiscaux n'ont aucune responsabilité particulière dans l'arrivée et le déroulement de la crise. Il est d'ailleurs frappant de voir qu'à l'exception de la Suisse, il n'y a presque pas eu de faillites bancaires dans ces pays où, contrairement aux préjugés habituels, la réglementation est particulièrement peu contraignante ! Or, s'il existe des paradis fiscaux, c'est parce que les autres pays sont des enfers fiscaux. Mais au lieu de transformer leurs pays en paradis fiscaux, les gouvernants des enfers fiscaux, craignant la concurrence des paradis, font pression pour transformer les paradis en enfers ! Le monde entier y perdra, car les enfers fiscaux ne sont pas particulièrement propices à l'accumulation de capital¹. Or il n'y a pas de croissance sans accumulation de capital.

En focalisant son attention sur la réglementation des rémunérations, en particulier des bonus, mais aussi sur la suppression des paradis fiscaux, les décideurs du cartel des États – le G20 en particulier – se sont focalisés sur les aspects les plus superficiels et les plus démagogiques de la crise économique et financière, ils ont montré leur ignorance fondamentale du fonctionnement des crises au point de s'attaquer à des objectifs absolument sans relation avec ces dernières et,

1. Nous avons expliqué que les systèmes fiscaux modernes conduisaient généralement à une surtaxation du capital dans notre ouvrage, *L'Arbitraire fiscal*, *op.cit.*

ce qui est encore pire, ils ont prouvé qu'ils ne savaient absolument pas ce qu'est le capitalisme. Ils ont eu la prétention inouïe de « réformer le capitalisme » ou même de construire les bases d'un « nouveau capitalisme » et, pour cela, ils ont lutté contre les bonus et les paradis fiscaux ! Le capitalisme n'est pas un système où il existe des bonus et des paradis fiscaux. C'est un système dans lequel les droits de propriété sont légitimes et respectés, dans lequel on peut librement contracter et où l'on a le devoir de respecter les droits d'autrui et les contrats. Si l'on donne un tout petit peu de crédit à la logique, on est en droit de se demander en quoi la lutte contre les paradis fiscaux – c'est-à-dire l'extension du pouvoir de contrainte des États – peut constituer une refondation du capitalisme !

Si les dirigeants des principaux pays du monde ne comprennent à peu près rien aux problèmes économiques, ils « surfent » sur les idées popularisées par les médias – relance par la consommation, relance par l'investissement, contrôle des rémunérations des dirigeants – et ils affirment bien souvent qu'ils ont le mérite d'être pragmatiques, ce qu'il faut interpréter comme l'aveu de leur refus de comprendre les raisons de la crise et donc ses remèdes. Comment peut-on alors imaginer que le cumul des incompétences puisse apporter la guérison ?

Le G20 n'est donc rien d'autre qu'un immense festival des mythes à la mode. Comme nous l'avons déjà rappelé, on dit souvent que, l'économie étant mondialisée, il faut recourir à la coopération internationale dans la définition des politiques économiques. Or la mondialisation ne signifie rien d'autre que la concurrence à l'échelle mondiale et donc des efforts de la part des producteurs pour se différencier les uns des autres. Le contraste est donc frappant entre la différenciation prodigieuse des marchés et les efforts d'uniformisation

des politiques. La concurrence, si stimulante pour les producteurs privés, devrait l'être aussi pour les politiques économiques : à chacun de prendre ses propres décisions et l'on verra bien quels sont les meilleurs choix. Malheureusement, sensible au poids des mots, on considère *a priori* que la coopération internationale (c'est-à-dire la constitution de cartels intergouvernementaux) est bonne, alors qu'elle n'a aucune justification. Bien entendu, on retrouve, de ce point de vue, les réflexes keynésiens : on prétend que la relance budgétaire pratiquée dans un seul pays risquerait d'échouer, car elle pourrait se traduire essentiellement par une augmentation des importations, c'est-à-dire que les autres pays en profiteraient. Cependant, ce qu'il convient de restaurer ce n'est pas la demande globale, mais les incitations productives. Pour cela, il conviendrait surtout, au lieu d'accroître les dépenses publiques, de diminuer radicalement les impôts.

On dira aussi qu'il faut, en pratiquant des politiques budgétaires expansionnistes, « réamorcer la pompe ». Mais l'économie mondiale n'est pas faite d'une seule grande pompe, elle est faite de millions, de milliards de petites pompes et l'on ne sait pas nécessairement quelles sont celles qu'il faut « réamorcer ». On a exagérément augmenté le débit de certaines d'entre elles dans le passé, on a donc réduit le débit de certaines autres. Maintenant, il faut que ce système de « petites pompes » se rééquilibre et que les marchés puissent retrouver leur fonctionnement normal.

En réalité, la crise est l'occasion rêvée par tous les politiciens pour essayer de réaliser leurs obsessions. Ainsi, aux États-Unis, on profite du prétexte de la relance budgétaire pour augmenter les dépenses dans le domaine de l'écologie ou celles de l'assurance-maladie ; en France, ce sont les réglementations qui sont privilégiées, parce que, dans un pays très attaché à l'égalité, on fustige les plus riches, comme s'ils

étaient la cause de la crise. Par conséquent, les politiciens donnent des gages à leur électorat en faisant mine de contrôler les financiers et d'empêcher les bonus excessifs, les parachutes dorés et autres rémunérations. On dira, certes, que même s'il n'y a pas de relation directe entre la crise et ces mesures, il n'empêche que les revenus obtenus par une minorité sont une insulte pour les plus pauvres qui souffrent de la crise. L'opinion a en effet besoin de boucs émissaires. Mais, au lieu de rendre possible la prospérité de tous, on préfère satisfaire ce goût populaire et médiatique. On trouvera alors un prétexte pour les réglementations, en recourant à une formule, une de plus : il ne faut pas mettre à mal le « pacte social » qui fonde la République. Mais quel est ce « pacte social » ? Où et quand l'avez-vous signé ? Comment peut-on appeler pacte social un système où – pour reprendre les mots du grand économiste français du début du XIX^e siècle, Frédéric Bastiat – chacun essaie de vivre aux dépens des autres ? N'est-ce pas plutôt la guerre de tous contre tous qu'a instaurée la social-démocratie et que l'on perpétue en nourrissant les jalousies ? Et peut-on parler de pacte social ou de paix sociale dans un pays où les plus entreprenants sont systématiquement spoliés et découragés, pour leur propre malheur, mais aussi pour celui des autres ?

Dans ce festival des erreurs, des illusions et des prétextes, le G20 n'est alors qu'une occasion pour chaque gouvernement d'essayer de faire ratifier ses propres choix par les autres afin de leur donner un caractère plus convaincant. Mais il ne faut rien en attendre de bon. Bien sûr, en dépit du freinage imposé par les mesures gouvernementales, la prospérité reviendra un jour, grâce au travail des êtres humains et grâce à cette merveille qu'est le fonctionnement des marchés. Les gouvernements s'en attribueront le mérite, invoquant leurs politiques de relance, leurs réglementations et leur esprit

de coopération internationale. Les illusions continueront donc, en attendant la prochaine crise...

C'est pourquoi, lorsqu'on lit un titre de première page d'un journal¹ annonçant que « le G20 pose les nouvelles règles du capitalisme mondial », il y a de quoi s'esclaffer ou s'effrayer. Comment vingt individus, sans autres compétences particulières que celles qui consistent à faire de vagues promesses pour se faire élire, peuvent-ils avoir la prétention inouïe de modifier en quelques heures de réunion un système qui a mis des siècles à s'élaborer, qui est en évolution constante et qui est le fruit des décisions et des actions de quelques milliards d'individus ? *Le capitalisme mondial n'existe d'ailleurs pas. Il y a, certes, un principe central qui définit le capitalisme et que l'on peut énoncer de la manière suivante : le capitalisme est un système d'organisation spontanée des individus reposant sur le respect de la propriété privée légitime et la liberté des contrats.* Bien évidemment, ce système est aux antipodes des systèmes de gouvernement qui reposent sur l'exercice de la contrainte et donc sur le mépris de la liberté individuelle et de la propriété légitime. C'est pourquoi là où la politique avance, la liberté recule. C'est bien cela, il est vrai, que les dirigeants du G20 ont tenté de faire en imposant de nouvelles contraintes aux individus. Mais ce faisant, ils ne posent pas de nouvelles règles du capitalisme, puisque les règles sur lesquelles repose le capitalisme sont ces règles éternelles que nous venons de rappeler. Mais ils annoncent leur volonté de ne pas respecter ces règles et d'agir arbitrairement en posant des limites à l'exercice de la liberté par ce qu'il

1. Ce titre faisait la une du journal *Le Monde* du 4 avril 2009 ; nous aurions pu trouver des exemples similaires à peu près dans tous les journaux et magazines publiés à cette époque.

conviendrait d'appeler des contraintes réglementaires et non des règles.

Nous avons vu que l'intervention étatique peut produire des maux publics plutôt que des biens publics, comme le montre la crise financière. Pourquoi alors vouloir qu'un gouvernement mondial risque de produire des maux publics qui seraient beaucoup plus importants que ceux produits, par exemple, par les autorités monétaires et publiques américaines ? Il est certes vrai que la politique monétaire américaine a eu des conséquences dans le monde entier, à cause de l'interdépendance qui existe entre toutes les parties du système financier mondial. Mais cette interdépendance – qui est désirable car elle permet une meilleure allocation des flux financiers à travers le monde – ne constitue pas une raison pour la centralisation de la politique monétaire. La mondialisation des marchés financiers ne signifie pas qu'une autorité centrale doive gérer tous ces marchés, bien au contraire. Dans un monde globalisé et décentralisé, les autorités monétaires – si elles existent – devraient aussi être le plus possible décentralisées et concurrentielles. S'il existait une seule autorité monétaire dans le monde, il y aurait le risque d'une instabilité mondiale plus importante.

C'est pourquoi un gouvernement mondial serait un cauchemar potentiel. Imaginons, par exemple, que ce gouvernement soit aussi oppressif que le sont aujourd'hui de nombreux gouvernements à travers le monde. Qu'est-ce qui resterait possible pour de paisibles citoyens ? Émigrer vers la lune ? Il est étrange que les gouvernements prétendent lutter contre les cartels privés (qui sont en fait utiles lorsqu'ils sont créés librement dans un environnement concurrentiel) et prétendent en même temps qu'il serait optimal de créer des cartels publics ou des monopoles publics sous le terme apparemment séduisant de « coopération internationale ». Répétons-le,

la coopération n'est pas bonne en soi : coopérer pour imposer un monopole mondial signifie risquer une situation de spoliation et d'instabilité mondiale. Au lieu de désirer un gouvernement mondial, on devrait plutôt envisager la disparition d'organisations telles que la Banque mondiale et le Fonds monétaire international.

LE MONDE N'A PAS BESOIN
D'UN « NOUVEAU BRETTON WOODS »

Quand des problèmes économiques se posent dans un pays, on dit qu'« il faut un nouveau plan Marshall ». Quand l'État se prépare à capituler par démagogie devant des intérêts organisés, il prétend organiser un « Grenelle ». Quand il y a des problèmes monétaires et financiers internationaux, on proclame qu'il « faut un nouveau Bretton Woods ». Ainsi, c'est un ton grandiloquent qu'a utilisé Nicolas Sarkozy, toujours convaincu que le volontarisme étatique peut faire plier toute réalité humaine à ses propres désirs, pour saluer le sommet mondial réuni en novembre 2008 et qualifié de « nouveau Bretton Woods » permettant de construire les bases d'« un monde nouveau, le monde du XXI^e siècle » !

Mais Bretton Woods a servi à quoi ? En principe, il s'agissait essentiellement d'aider au retour à l'étalon-or ou, plus précisément, à un système où les banques centrales garantissaient un prix fixe entre leur monnaie et l'or, de telle sorte qu'il en résultait un prix fixe entre les différentes monnaies. Mais, seuls les États-Unis ont satisfait à leurs obligations de ce point de vue, puisqu'ils ont annoncé en 1947 qu'ils rattachaient effectivement le dollar à l'or. Les autres pays se sont contentés d'annoncer une parité fixe de leur

monnaie par rapport au dollar. Mais personne n'a tenu ses engagements, ce qui prouve bien qu'il ne faut pas compter sur les banques centrales pour assumer un ordre international : les États-Unis ont créé trop de monnaie et ont finalement été incapables de maintenir la garantie-or du dollar. Les autres pays ont, pour la plupart, été encore plus laxistes et ils ont été incapables de maintenir la parité de leur monnaie par rapport au dollar, de telle sorte qu'il y a eu des cascades de dévaluations, jusqu'à ce que l'on sorte définitivement d'un monde prétendument de changes fixes avec la généralisation des taux de change flexibles après 1971.

Par ailleurs, le FMI, créé à la suite des accords de Bretton Woods de 1944 pour gérer le système de taux de change fixes, s'est progressivement attribué d'autres rôles, prouvant une fois de plus qu'une bureaucratie, une fois installée, ne sait faire qu'une chose, accroître ses pouvoirs, alors même que son rôle de principe est devenu obsolète. Avec la flexibilité des taux de change, le FMI aurait dû disparaître. Mais il s'était transformé en une sorte de banquier mondial des autorités monétaires nationales sous prétexte de venir en aide aux pays qui ont des « problèmes de balance des paiements ». Drôle de banquier à vrai dire, puisque son rôle consiste essentiellement à prêter à ceux qui sont les plus mal gérés. Il n'y a en effet jamais de « problème de balance des paiements ». Ceci est évident en régime de changes flexibles, puisque les variations de taux de change ont précisément pour but d'ajuster les offres et les demandes des différentes monnaies. Dans le cas où il existe un système de changes fixes, il est absurde de parler de « problème de balance des paiements » puisque l'essence même d'un système de changes fixes consiste en ce que la politique monétaire doit s'ajuster aux mouvements internationaux de devises. Il ne convient donc jamais d'aider un

pays à résoudre un prétendu problème de balance des paiements, mais il faut à l'inverse qu'il ajuste sa politique monétaire en fonction du solde de sa balance des paiements¹.

L'inutilité du FMI est évidente si l'on considère qu'avant la crise, la Turquie représentait à elle seule plus de la moitié des encours de crédit du FMI ! La crise lui permet d'augmenter le nombre de ses clients, mais cela est passager et ne justifie pas son existence. De même qu'un État ne crée pas de nouvelles richesses en empruntant pour dépenser, le FMI ne crée pas de nouvelles richesses lorsque les pays membres décident d'augmenter ses ressources, comme cela a été fait en 2009. Ces ressources accordées au FMI sont autant de ressources qui ne sont plus disponibles pour d'autres usages. Mais les décisions d'emplois des fonds par le FMI sont politisées et répondent à des critères aussi absurdes que celui des « difficultés de balance des paiements ».

Bien entendu, avec la grandiloquence habituelle qui entoure toutes les décisions officielles, on a célébré en 2009 le retour en force du FMI, baptisé « grand architecte des équilibres économiques mondiaux ». On prétend ainsi que les fonctionnaires et politiciens du FMI auraient assez de sagesse et de compétence pour savoir comment harmoniser les politiques économiques de tous les pays du monde afin d'aboutir à l'harmonie universelle. Dans cette vaine recherche d'un équilibre macroéconomique mondial, la question des relations économiques entre les États-Unis et la Chine tient une place de choix.

1. Pour l'analyse de ces processus, on peut se reporter à notre ouvrage, *La Vérité sur la monnaie*, *op.cit.*

ÉTATS-UNIS-CHINE :
NUL BESOIN DE RÉÉQUILIBRE

Comme nous l'avons vu au chapitre 1, certains économistes et officiels – parmi lesquels Ben Bernanke, le président de la Fed – considèrent que la politique économique chinoise est un facteur important de déséquilibre économique dans le monde et ils pressent par conséquent la Chine de faire les ajustements qu'ils considèrent comme indispensables pour retrouver un équilibre macroéconomique mondial. Plus précisément, ils considèrent que la Chine devrait réévaluer sa monnaie, le yuan, afin de réduire le déséquilibre supposé dans les échanges sino-américains, c'est-à-dire le déficit de la balance commerciale des États-Unis par rapport à la Chine (en 2008, le solde des échanges commerciaux des États-Unis avec la Chine a atteint – 266,3 milliards de dollars). Ils estiment par ailleurs qu'il serait souhaitable que la Chine engage des réformes intérieures afin de réduire un taux d'épargne considéré comme excessif et qui provoquerait donc une pression à la baisse des taux d'intérêt dans le monde et une sortie de capitaux excessive de la Chine vers le monde extérieur, en particulier vers les États-Unis.

En réalité, la thèse selon laquelle la Chine serait un facteur de déséquilibre macroéconomique international repose sur une analyse erronée et il n'y a aucune raison soit de modifier le taux de change soit d'introduire des réformes intérieures en Chine. Quelle est en effet la situation ? Comme on le sait bien, le taux d'épargne est extrêmement faible aux États-Unis et il est par contre particulièrement élevé en Chine, puisqu'il se trouve aux environs de 40 % depuis un très grand nombre d'années. De ce point de vue,

d'ailleurs, la Chine se trouve dans la même catégorie qu'un certain nombre de pays émergents – ou de pays qui ont émergé, tels que Singapour – ce qui ne fait qu'illustrer une idée qui devrait être évidente, mais qui est malheureusement rarement admise, à savoir qu'une croissance élevée doit être financée et qu'il est donc nécessaire de disposer des ressources d'épargne qui permettent ce financement. Les Chinois trouvent ces ressources d'épargne dans leur propre pays, mais le taux d'épargne est tellement élevé qu'une partie en est exportée vers l'extérieur, par exemple aux États-Unis. Ces derniers, par contre, ont besoin de l'épargne extérieure, en particulier de l'épargne chinoise, pour financer une croissance qui a été durablement significative au cours des décennies récentes, mais qui ne pouvait pas être suffisamment financée par l'épargne intérieure. Tout va donc pour le mieux dans le monde, puisqu'il y a tout simplement un processus de spécialisation, ceux qui ont un fort taux d'épargne prêtant à ceux qui ont la capacité à utiliser efficacement les ressources d'épargne du fait de leur aptitude à innover : la Chine achète des actifs financiers américains et vend des marchandises, les États-Unis faisant évidemment les opérations symétriques, c'est-à-dire qu'ils ont un déficit dans leurs échanges commerciaux avec les Chinois *parce qu'ils* leur vendent des actifs financiers. Il est donc totalement erroné de penser que le déficit des échanges commerciaux des États-Unis avec la Chine correspond à un déséquilibre macroéconomique, puisqu'il est tout simplement le résultat d'échanges désirés, ce qui veut bien dire qu'il y a équilibre. Mais un tel schéma est difficile à accepter pour la plus grande partie des esprits contemporains qui ont malheureusement été pollués par des analyses d'inspiration keynésienne et qui croient à tort qu'un déficit commercial est nuisible et que la croissance est « tirée » par les exportations. Pour se convaincre du caractère

erroné de ces croyances, il suffit de comparer les relations entre un pays et le reste du monde avec les relations entre un individu et le reste du monde. Si un individu a une capacité de croissance importante, par exemple parce qu'il a un esprit innovateur, mais qu'il manque de ressources d'épargne, il va emprunter, c'est-à-dire qu'il va vendre des créances sur lui-même et acheter en contrepartie des biens et services. Il a l'équivalent d'un « déficit commercial », mais ce déficit est désiré et il serait absurde de dire que cet individu, parce qu'il est emprunteur, est en situation de déséquilibre. Bien entendu, pour un individu comme pour un pays, si l'on emprunte, il faudra bien rembourser le principal et payer les intérêts dans le futur, c'est-à-dire dégager une épargne à partir du surcroît de croissance que l'on aura obtenu par les emprunts initiaux. Mais il n'en reste pas moins que le fait d'emprunter reste absolument normal et souhaitable. Il est donc aussi absurde de chercher à supprimer le déficit des échanges commerciaux entre les États-Unis et la Chine qu'il le serait de vouloir empêcher un individu d'emprunter !

Mais pourquoi un pays comme la Chine a-t-il un taux d'épargne aussi élevé ? C'est en grande partie parce que la couverture des risques et besoins personnels – maladie, éducation, retraite – relève en Chine de la responsabilité individuelle. Les individus sont donc légitimement incités à épargner pour faire face à leurs besoins futurs et à leurs risques éventuels. Malheureusement, dans la plupart des pays développés, on a fait disparaître la responsabilité individuelle, du fait des systèmes de mutualisation obligatoires et publics dont on prétend à tort qu'ils sont à objectif « social ». Mais – c'est l'un des tragiques paradoxes de notre époque – en prétendant « faire du social », on détruit les mécanismes de la croissance et on empêche dans une large mesure l'enrichissement des membres de toutes les classes sociales ! En prétextant que l'épargne chinoise est trop

élevée, créant ainsi des déséquilibres mondiaux, et en faisant pression sur la Chine pour qu'elle imite les systèmes « sociaux » des pays plus développés, ces derniers risquent, s'ils sont écoutés, de faire perdre à des centaines de millions de Chinois l'espoir d'une vie plus prospère.

Quant à la demande, maintes fois adressée aux autorités chinoises, de réévaluer leur monnaie, elle est tout à fait étrange puisque le système de change de la Chine est fondamentalement un système de changes flexibles. En effet, depuis 2006, la Banque de Chine fixe chaque jour un taux pivot par rapport à un panier de monnaies et elle empêche toute fluctuation du taux de change sur le marché au-delà d'une marge de 3 % par rapport à ce taux pivot. Mais le taux pivot qu'elle fixe chaque jour est en fait le taux constaté la veille sur le marché des changes. Il en résulte que c'est en définitive le marché des changes qui détermine l'évolution du taux de change et la banque centrale se contente de limiter les variations du taux dans le court terme. Parler de réévaluation du taux de change dans un tel système est donc dénué de sens. Et puisque le taux de change est déterminé fondamentalement par le marché, il constitue bien un taux de change d'équilibre. Ainsi, les gouvernements des autres pays, au lieu de se préoccuper du taux de change du yuan et d'inciter les autorités chinoises à adopter leurs désastreuses politiques économiques, devraient plutôt s'atteler à une réforme fondamentale : celle qui supprimerait tous les obstacles à l'accumulation de l'épargne qu'ils ont créés dans leurs propres pays. Cela implique, en particulier, une réforme fiscale, l'adoption de retraites par capitalisation, la suppression des monopoles publics pour l'assurance-maladie. Il conviendrait alors de parler non pas de rééquilibrage macroéconomique – expression qui est en fait dénuée de sens – mais de nouvelles stimulations de la croissance.

On a le sentiment qu'il y a une sous-évaluation du yuan parce qu'il y a un fort excédent commercial. Mais celui-ci est la contrepartie normale d'un fort déficit de la balance des capitaux (achat de créances et titres étrangers par les Chinois), lui-même dû à une épargne très forte en Chine. Malheureusement, les autorités chinoises – auxquelles on a sans doute inoculé le virus keynésien occidental – se préoccupent maintenant de stimuler la consommation intérieure aux dépens de l'épargne, pensant sans doute y trouver un moyen de relancer une activité économique qui est certes en retrait par rapport aux années récentes, mais qui reste néanmoins extraordinairement florissante en comparaison de la plupart des autres économies, en particulier occidentales. Et c'est encore ce virus occidental qui les conduit à envisager l'adoption d'un système de Sécurité sociale généralisé, même si l'option d'une généralisation des assurances privées est aussi – fort heureusement – envisagée.

LE PROTECTIONNISME ÉVITÉ ?

En dépit de nos réticences à l'égard de la coopération internationale, force est de reconnaître qu'il est un domaine où celle-ci joue un rôle positif, celui des échanges de biens et services. En effet, les mérites du libre-échange semblent avoir été suffisamment reconnus à notre époque pour qu'on hésite à utiliser l'instrument du protectionnisme, d'autant plus que divers accords internationaux – aussi bien à l'intérieur de l'Union européenne qu'au niveau mondial – en rendent l'utilisation difficile. De ce point de vue, il existe une différence criante entre la crise des années 2007-2009 et la crise des années 1930.

La tentation protectionniste n'en est pas moins encore vivace et plusieurs pays ont pris des mesures destinées à protéger telle ou telle activité nationale pendant la crise. C'est ainsi que Nicolas Sarkozy avait suggéré de conditionner les aides publiques à des entreprises en difficulté à leur engagement de rapatrier en France des unités de production délocalisées. Il a dû y renoncer devant la vigueur des protestations extérieures, par exemple celles de la Hongrie ou de la République tchèque qui craignaient des baisses de production importantes dans les activités du secteur automobile.

À titre anecdotique – mais significatif des racines profondes de la mentalité protectionniste et donc des risques potentiels qui existent à ce sujet – on peut citer ce que Barack Obama a écrit à George Bush, avant son entrée en fonctions, pour s'opposer à la ratification d'un traité de libre-échange avec la Corée du Sud. Il a en effet utilisé l'argument suivant : « Ce pays nous envoie 400 000 à 500 000 voitures alors que nous leur en exportons 4 000 par an ; je n'appelle pas cela du libre-échange¹. » On aurait légitimement tendance à penser que le libre-échange prévaut lorsqu'il y a liberté des échanges et que les habitants d'un pays sont libres d'acheter ce qu'ils désirent en provenance d'un pays vers lequel ils exportent d'*autres biens*, ceux qui sont désirés par les habitants de cet autre pays ; mais pour Barack Obama il n'en est rien et le libre-échange existerait lorsque les habitants d'un pays importent exactement les mêmes biens et dans les mêmes quantités que ceux qu'ils exportent. Il est pourtant facile de comprendre que l'échange est profitable pour les échangistes précisément dans la mesure où les achats faits par les habitants d'un pays ne sont pas identiques aux ventes qu'ils font. Cela constitue le B.A.-BA de la théorie de

1. Cité par *Enjeux-Les Échos*, janvier 2009.

REVENIR AU CAPITALISME...

l'échange, le fondement incontournable des propositions en faveur de la liberté des échanges. On frémit à l'idée qu'un personnage comme Barack Obama, doté d'immenses pouvoirs, puisse prendre des décisions de politique économique fondées sur des idées qui représentent le degré zéro de la réflexion.

CONCLUSION

Que faut-il « moraliser » ?

On admet en général que la crise est la conséquence d'un manque d'éthique de la part des banquiers, ceux-ci ayant fait preuve d'un esprit de lucre insensé. Leur désir d'enrichissement les aurait incités à prendre des risques excessifs pour obtenir des bonus astronomiques grâce à un volume d'opérations important. Mais cette recherche des profits individuels se serait faite aux dépens de l'intérêt général, puisqu'elle aurait provoqué la crise. On établit ainsi facilement un contraste entre les victimes – chômeurs, familles dépossédées de leurs maisons aux États-Unis, professions sinistrées – et les banquiers sans cœur, qui ont fait des profits énormes à leurs dépens. Il en résulterait alors nécessairement la conclusion suivante : puisque les banquiers sont incapables de se limiter eux-mêmes dans la recherche du profit en se soumettant à des principes de moralité, il faut nécessairement que l'État impose des limites, qu'il soit, en quelque sorte, le garant de la « moralité publique ». Pour tous ceux qui détestent le capitalisme, la crise fournirait ainsi une illustration imparable de leur leitmotiv habituel, à savoir l'idée que la recherche du profit individuel ne permet pas l'harmonie sociale et va à l'encontre de l'intérêt général. Et ce discours

habituel est d'autant mieux reçu qu'il semble fondé sur la défense de principes moraux. Encore faut-il expliciter les critères de la moralité avant de pouvoir évaluer le caractère moral ou immoral d'une action donnée ou d'une situation sociale.

ÉTHIQUE UNIVERSELLE ET ÉTHIQUE PERSONNELLE

La distinction que l'on peut faire entre éthique universelle et éthique personnelle est essentielle si l'on veut éviter des jugements arbitraires et contestables. L'éthique universelle est celle qui peut potentiellement être adoptée par tous les individus dans le monde sans risque d'incohérence¹. Dans la mesure où il s'agit d'une potentialité théorique plus que d'une réalisation concrète, il serait d'ailleurs plus correct de parler d'éthique universalisable plutôt que d'éthique universelle. Définir une éthique, c'est définir des principes d'action auxquels les individus doivent librement se soumettre s'ils possèdent une conscience morale satisfaisante. En d'autres termes, définir une éthique universelle, c'est définir les devoirs qui s'imposent moralement à tous les individus de la terre. Or, en fait, il ne peut exister qu'un type de devoir à *caractère universel* : le respect des droits individuels, c'est-à-dire le respect dû par un individu aux droits à la vie, à l'intégrité physique et aux droits de propriété légitimes des autres individus, quels qu'ils soient et quel que soit l'endroit où ils se trouvent.

1. On peut rapprocher cette notion d'éthique universelle de l'impératif catégorique de Kant qui constitue un principe général de l'action morale et qui est applicable à tous les individus.

Dans un monde où les droits légitimes de chacun seraient correctement définis et respectés¹, il ne pourrait pas y avoir d'incohérence entre les actions de différents individus : chacun connaît les limites de son action et s'y soumet. Une société qui reconnaîtrait parfaitement ces principes serait évidemment une société cohérente et pacifique. En particulier, il ne pourrait pas y avoir de conflit concernant l'utilisation de chaque bien, leur appropriation légitime déterminant la frontière entre ceux qui peuvent l'utiliser et ceux qui sont exclus de son usage.

Mais il existe par ailleurs autant d'éthiques personnelles que d'individus, sans qu'aucune d'elles puisse être généralisable, donc universalisable. Ainsi, chacun d'entre nous a une conception différente du niveau d'altruisme ou d'égoïsme qu'il considère comme justifié. Certains considéreront comme un devoir moral d'être généreux, mais, étant donné qu'on ne peut pas être généreux avec le monde entier, on est bien obligé de donner des limites à ce devoir de générosité et chacun définira de manière arbitraire ses propres limites à cet égard. D'autres considéreront peut-être qu'on a d'abord des devoirs envers soi-même et qu'il convient donc d'être égoïste à l'égard des autres. D'autres encore voudraient bien exercer la générosité, mais ils craignent que cela incite les bénéficiaires à être paresseux et ils considéreront comme un devoir moral d'éduquer les autres à la discipline de l'effort. Entre ces visions différentes – et même parfois diamétralement opposées – des devoirs moraux, il n'y a évidemment aucune conciliation possible. En voulant, par l'instrument de la politique, faire prévaloir une conception morale particulière et en l'imposant par l'usage de la force

1. Sur le caractère légitime des droits de propriété, on peut se reporter à notre ouvrage, *Libéralisme*, Paris, Odile Jacob, 2000, deuxième partie.

publique on se trouve nécessairement pris dans une contradiction, puisque la suprématie d'une morale personnelle sur les autres est obtenue aux dépens du respect de l'éthique universelle : tel est le cas des politiques de redistribution qui constituent nécessairement une attaque contre les droits légitimes des contribuables obligés de financer des transferts qui ne correspondent pas nécessairement à leur propre morale personnelle. Par contre, la charité privée et volontaire est évidemment compatible à la fois avec la morale personnelle et avec la morale universelle.

Bien entendu, on peut considérer les morales personnelles comme parfaitement respectables et il est même conforme à l'éthique universelle de les respecter, à condition que leur mise en œuvre ne s'accompagne pas d'une atteinte à l'éthique universelle. De ce point de vue, d'ailleurs, on peut dire qu'une attitude véritablement libérale conduit à une très grande tolérance à l'égard des morales personnelles, puisque, à la limite, on doit s'interdire de porter un jugement de valeur sur les actes d'autrui, même s'ils sont contraires à sa propre morale personnelle, à condition qu'ils soient respectueux des droits d'autrui. Mais, par contre, il convient de n'accepter aucun compromis avec la morale universelle.

C'est en utilisant ces instruments d'analyse que nous pouvons essayer d'évaluer dans quelle mesure la crise financière est la conséquence ou le révélateur d'attitudes immorales. Mais auparavant il nous faut préciser ce que l'on entend par capitalisme, puisque nous recherchons dans quelle mesure la crise aurait pu être provoquée par des comportements immoraux propres au capitalisme.

LA MORALITÉ DU CAPITALISME

Dans un système capitaliste, les ressources dont dispose un individu ont été obtenues par lui par ses propres efforts et non par l'exercice d'une quelconque contrainte, qu'elle soit légale ou illégale. Ainsi, on devient propriétaire d'une chose parce qu'on l'a créée¹, parce qu'on l'a obtenue dans le cadre d'un échange libre, ou parce qu'on l'a reçue de son précédent propriétaire. C'est pourquoi on peut définir un système capitaliste comme un système de droits de propriété légitimes.

On se rend donc compte immédiatement que le capitalisme est un système social qui correspond aux exigences de la morale universelle. On peut même dire que le capitalisme est le seul système social compatible avec la morale universelle, le seul qui ait un fondement indiscutablement moral. Le capitalisme est fondé sur le respect des droits de propriété légitimes, sur le respect du contrat et l'échange libre. Certes, dans un système capitaliste un nombre considérable de morales personnelles peuvent coexister de manière pacifique, mais aucune ne s'impose aux autres. Il peut ainsi exister des capitalistes très égoïstes et des capitalistes très altruistes, mais ceci n'altère en rien le caractère profondément moral du capitalisme.

Il serait donc *a priori* étrange que le capitalisme ait pu conduire à des comportements que l'on peut considérer comme immoraux et que la crise financière en ait été la conséquence.

1. Sur la relation entre l'acte de création et la légitimité d'un droit de propriété, on peut se reporter à notre ouvrage, *Libéralisme, op. cit.*

LA CRISE ET LA MORALITÉ

Nous avons maintenant la possibilité d'évaluer dans quelle mesure la crise économique et financière est fondamentalement une crise de l'éthique, ce qui doit nous permettre de déterminer les moyens de redonner à l'activité économique et financière, si nécessaire, de véritables fondements moraux. Il nous suffit pour cela de rechercher dans quelle mesure les principes éthiques que nous venons de suggérer nous permettent de donner une évaluation morale du comportement des personnes concernées, en tenant compte de l'analyse économique et institutionnelle que nous avons faite précédemment. Or, comme nous le savons, il serait faux d'expliquer la crise des années 2007-2009 par la recherche effrénée du profit. Reprenons donc les différents facteurs de la crise que nous avons précédemment dégagés.

À notre époque, ce sont les autorités publiques qui déterminent la croissance monétaire et qui, simultanément, déterminent les taux d'intérêt et la croissance des crédits. Il n'en a pas toujours été ainsi, la création des banques centrales, au XIX^e et au XX^e siècle, étant un phénomène relativement récent à l'échelle de l'histoire. Plaçons-nous justement dans cette période antérieure. La monnaie utilisée était constituée en particulier de pièces de monnaie dont la valeur était déterminée par le prix du métal correspondant sur les marchés. Quant aux billets de banque, ils bénéficiaient initialement d'une garantie de convertibilité à taux fixe contre une monnaie métallique, par exemple l'or. Ces billets étaient émis par des banques privées qui promettaient à leurs détenteurs de les racheter à n'importe quel moment contre la quantité

de métal qui avait permis de les acheter¹. La production de monnaie résultait donc d'un engagement contractuel entre le banquier, émetteur de billets, et son client, utilisateur des billets. Supposons, par exemple, qu'une banque émette un billet valant un gramme d'or et imaginons qu'elle dise à son détenteur, lorsqu'il revient à elle pour revendre son billet contre de l'or, qu'elle ne lui donnera pas un gramme d'or – prix convenu initialement – mais seulement un demi-gramme d'or. Il y a là manifestement une rupture de contrat et même plus précisément un vol. Dans une société civilisée, c'est-à-dire une société capitaliste où les droits de chacun sont clairement déterminés et défendus, la banque sera probablement poursuivie pour vol devant les tribunaux. Et si jamais elle ne l'était pas, elle perdrait évidemment ses clients et elle ferait faillite. C'est pourquoi, dans un système de ce type, les propriétaires des banques – les capitalistes – se conduisent de manière responsable. Pour éviter d'être mis en faillite s'ils sont incapables de tenir leurs promesses de remboursement en or, ils vont éviter d'émettre une trop grande quantité de billets par rapport au stock d'or qui leur a été remis. En effet, il est toujours possible pour un banquier d'émettre de la monnaie non pas contre remise d'or, mais contre une reconnaissance de dette émise par le bénéficiaire d'un crédit. Un banquier peut être tenté de faire ainsi, tout en donnant une garantie de convertibilité à prix fixe à tous les billets de banque qu'il vend, de manière à accroître son profit grâce aux intérêts perçus sur les crédits accordés (c'est ce que l'on appelle un système de réserves fractionnaires, les réserves d'or ne représentant qu'une fraction du montant total des billets émis). Mais il sera empêché d'aller trop loin dans cette politique de démultiplication des signes moné-

1. Voir notre ouvrage, *La Vérité sur la monnaie*, *op.cit.*

taires précisément à cause du risque de devoir faire face à des demandes de remboursement en or trop importantes et donc à cause du risque de faillite. Un tel système – qui repose sur le comportement responsable des propriétaires capitalistes – est à la fois un système qui fonctionne bien – puisqu’il évite la création excessive de monnaie – et un système profondément moral puisqu’il consiste à respecter les droits de chacun et les engagements contractuels. Nous trouvons ici une illustration du fait que le capitalisme est à la fois autorégulé et moral.

Qu’en est-il dans les systèmes monétaires modernes ? Pendant un certain temps, on a maintenu la fiction d’une convertibilité en or des monnaies émises sous le contrôle des banques centrales. Mais d’une manière étonnante, on a vu les autorités monétaires faire une expansion monétaire excessive et finir par décider des dévaluations, c’est-à-dire exactement cette pratique que nous avons qualifiée de vol (et qu’on qualifierait de vol si jamais elle était mise en œuvre par un banquier privé) ! La dévaluation est un vol, puisqu’elle consiste à ne pas donner aux détenteurs de monnaie la quantité d’or (ou d’argent) qu’on leur avait promise. Une dévaluation est donc bien une atteinte à l’éthique universelle.

Mais on est allé beaucoup plus loin à notre époque. En effet, les autorités monétaires ont fini par supprimer toute garantie de convertibilité. Elles imposent le plus souvent une situation de monopole monétaire en obligeant les citoyens à utiliser la monnaie qu’elles contrôlent, aussi mauvaise soit-elle. C’est ce que l’on appelle le cours forcé : personne n’a le droit de proposer ou d’utiliser une autre monnaie que la monnaie dont l’émission est contrôlée par la banque centrale sur un territoire donné. Comme cela est généralement le cas, l’État ne se soumet pas aux règles normales d’une société civilisée. Il s’arroge la possibilité d’agir de manière purement dis-

créationnaire et de manipuler à sa guise la création monétaire ou les taux d'intérêt. Ne prenant aucun engagement à l'égard des citoyens, il ne peut pas rompre ses engagements ! En ce sens, lorsqu'il fait une politique monétaire trop expansionniste, comme cela a été le cas avant la crise financière, on ne peut pas dire qu'il porte atteinte à la morale universelle. Mais il en est ainsi seulement parce qu'il ignore superbement cette éthique universelle. L'État nous oblige à vivre dans un monde amoral. Et la crise financière est la conséquence de ce manque de moralité.

De manière générale, la crise a été le résultat de la création d'une multitude d'illusions et peut-être de mensonges. Il y a d'abord l'illusion créée par les autorités monétaires qui ont laissé croire que l'on pourrait indéfiniment se financer à bas coût ; les illusions créées par la politique de logement qui ont fait croire à des emprunteurs qu'ils pourraient facilement rembourser leurs dettes et que le prix de leur logement augmenterait continuellement ; les illusions créées par les agences de notation et les émetteurs de dettes titrisées (et autres produits complexes) qui ont fait croire que les risques de ces titres étaient correctement évalués ; les illusions créées par les experts des banques qui ont laissé croire que leurs modèles mathématiques donnaient une image correcte de la réalité et des risques potentiels ; les illusions créées par les législateurs et les régulateurs qui ont conduit à croire que la régulation des marchés était efficacement sous contrôle. Dans l'euphorie artificielle créée par tous ces jeux d'illusions, il était tentant pour tout intervenant d'entrer lui aussi dans le même type de jeu. C'est ainsi que les emprunteurs de crédits immobiliers ont été incités par le climat général à cacher leur véritable situation financière de manière à obtenir leurs prêts plus facilement. Ils ont eu d'autant plus tendance à mentir que les règles

nouvellement appliquées aux États-Unis incitaient les banques à ne pas demander de preuves de leur situation (par exemple sur le montant de leur revenu) ; mais ceci ne justifie évidemment pas pour autant leur comportement.

Qu'il s'agisse de création d'illusions ou de mensonges purs et simples, on ne peut pas dire qu'il y a eu atteinte aux droits des individus et, de ce point de vue, l'éthique universelle a été respectée. En effet, personne n'est obligé de croire aux illusions et aux mensonges et personne ne peut donc prétendre que ses droits fondamentaux ont été attaqués. En d'autres termes, personne n'a un droit à la vérité. Mais, bien entendu, chacun de nous est libre d'utiliser les critères de sa propre morale personnelle pour porter un jugement sur le comportement de tel ou tel protagoniste de cette crise. Et l'on a vu d'ailleurs fleurir les mises en cause, les attaques contre les banquiers « cupides » ou les critiques contre l'immoralité supposée des bénéficiaires de bonus et autres stock-options. Tout ceci fait partie du fonctionnement normal des courants d'opinion, même si l'on peut rêver d'un monde où chacun s'abstiendrait de porter des jugements sur autrui, aussi longtemps que les droits des uns et des autres sont respectés, mais où l'on chercherait par ailleurs à créer les conditions institutionnelles qui permettraient au mieux d'éviter les comportements considérés comme déviants. Mais à partir du moment où l'on cède à la passion des jugements de valeur, on risque fort d'imposer par la contrainte – plus précisément la force de la loi – des comportements conformes à ce que l'on souhaite. Et ces contraintes, pour leur part, risquent fort de constituer de véritables atteintes aux droits individuels.

Prenons en effet le cas des bonus considérés comme « excessifs ». Est-ce qu'ils représentent une ponction immorale faite par leurs bénéficiaires sur les ressources d'autrui ?

Certainement pas. Ils diminuent certes les dividendes versés aux actionnaires. Mais, comme nous le savons, ils peuvent être considérés comme un instrument d'incitation permettant aux actionnaires d'obtenir des gains beaucoup plus importants que le coût des bonus versés. De toute manière, la détermination des bonus relève du contrat qui existe entre les propriétaires d'une banque et les managers qui bénéficient de ces bonus. Si les actionnaires ont la possibilité de déterminer eux-mêmes le montant de ces bonus, ils ne représentent évidemment pas un détournement de ressources immoral. Quant aux petits actionnaires, incapables de contrôler la banque dont ils sont actionnaires, ils savent pertinemment qu'ils n'ont aucun moyen de contrôle et que leurs droits de propriété sont risqués. Personne ne les a obligés à acheter des actions ancrées dans un certain contexte institutionnel. Et ils ne peuvent donc s'en prendre qu'à eux-mêmes s'ils considèrent *a posteriori* que les managers se sont octroyé des bonus trop élevés par rapport aux gains qu'ils leur ont apportés.

Les managers ont obtenu des rémunérations importantes en prenant des risques excessifs. Mais ils sont restés dans les limites de leurs contrats. Bien sûr, les actionnaires en sont les premières victimes, mais ils n'avaient qu'à mieux contrôler leurs managers, à mettre en place des contrats différents ou à investir autrement.

On peut aussi reprocher aux managers d'avoir délibérément vendu des produits complexes que personne ne comprenait vraiment, tels que les produits titrisés et les produits dérivés (qui ne suppriment pas les risques, mais qui les transfèrent).

Il y a peut-être là une faute intellectuelle plus qu'une faute morale dans la confiance excessive placée dans les modèles et dans la compétence d'autrui. Les modèles sont construits sur des hypothèses de risques probabilisables, alors

que les risques majeurs, ceux qui se sont révélés dans la crise, sont les risques rares de grande dimension, peu probabilisables. De ce point de vue, les opérateurs ont oublié la vertu de prudence. Mais faire des erreurs ne constitue pas une faute morale. Les capitalistes ont fait l'erreur de faire confiance aux managers et techniciens en ayant une confiance aveugle dans leur savoir, les managers ont commis le péché d'orgueil consistant à croire que l'on comprend ce que l'on ne comprend pas. Mais l'orgueil est un péché, non une faute morale. Nous ne pouvons pas reprocher un manquement à l'éthique à des personnes en qui nous avons mis une confiance excessive et non justifiée. C'est la conjonction de l'orgueil et de l'imprudence – qui sont des défauts de caractère ou même des péchés, mais pas des fautes morales – qui a provoqué ces situations.

Les capitalistes qui subissent les effets de la crise ne sont donc pas victimes de fautes morales, mais de manquements à certaines vertus (et, éventuellement, à la déontologie qui peut impliquer par exemple d'être plus transparent sur ce que l'on fait et de mieux faire connaître les risques de son action).

Il y a enfin les « victimes collatérales » de la crise, c'est-à-dire tous ceux qui en subissent les effets externes négatifs, par exemple des salariés qui perdent leur emploi, des commerçants dont le chiffre d'affaires est en diminution, des petits actionnaires qui voient fondre – mais peut-être seulement temporairement – la valeur de leur patrimoine. Bien sûr, toutes ces situations sont attristantes, mais elles ne peuvent pas être considérées comme le résultat d'atteintes à des droits légitimes. Ainsi, si une entreprise fait faillite, ses créanciers subissent une perte et ses salariés ne reçoivent plus le salaire qui leur avait été promis – effet externe négatif –, mais ils n'ont pas été l'objet d'un vol. Dans une société humaine, tous les individus sont interdépendants, ce qui fait naître une infinité d'effets externes positifs ou négatifs. Ces effets sont inévitables, mais ils n'ont

rien à voir avec le problème de la moralité. Ils existent même si l'éthique universelle est parfaitement et totalement respectée. Ils n'engagent donc la responsabilité de personne et ils n'ouvrent droit à aucune réparation de principe.

On ne peut donc pas dire que la crise a été la conséquence des comportements immoraux d'un certain nombre de personnages. Chacun a agi dans le cadre d'un contexte institutionnel particulier (qui comprend, entre autres, l'existence d'une politique monétaire discrétionnaire et déstabilisante, donc amoral) et chacun a essayé de profiter des occasions qui lui étaient ainsi offertes. On a le droit d'être choqué par le goût immodéré de certains pour des gains importants, comme on peut, aussi, avoir le droit de considérer que ces gains sont la contrepartie du talent et des efforts. Mais au lieu de chercher à imposer sa propre vision de ce que l'on considère comme moral, il serait préférable de créer de meilleures conditions institutionnelles, par exemple celles qui permettraient un meilleur contrôle par les actionnaires ou celles qui donneraient des garanties de convertibilité aux détenteurs de monnaie.

Les atteintes à l'éthique universelle sont cependant présentes dans la crise, mais il ne s'agit justement pas des comportements que les hommes politiques et les médias se complaisent à présenter comme immoraux. Car seuls sont immoraux les actes de contrainte, par exemple ceux qui sont commis par les hommes de l'État. Tel est tout d'abord le cas des lois et règlements qui imposent le monopole monétaire et évacuent par conséquent le jeu de la responsabilité personnelle dans le fonctionnement des systèmes monétaires. En interdisant à quiconque de produire ou d'utiliser une monnaie autre que la monnaie contrôlée par la banque centrale, les hommes de l'État portent atteinte à la liberté de produire et d'acheter.

REVENIR AU CAPITALISME...

Par ailleurs, en créant de nouveaux impôts (ou en empruntant de telle sorte qu'il faudra augmenter les impôts pour effectuer le remboursement futur de l'emprunt) afin de sauver des banques de la faillite ou de financer leurs prétendus plans de relance, les autorités publiques prélèvent par la contrainte des ressources légitimement possédées par les contribuables et elles portent gravement atteinte à leurs droits. *Ce qui est immoral, nous l'avons vu, ce n'est pas le comportement des managers qui a conduit à la faillite (la faillite est la sanction des erreurs). Ce qui est immoral c'est que l'État utilise un pouvoir de contrainte pour voler des ressources à des contribuables qui ne sont pas responsables des erreurs faites par les autorités publiques, par les banquiers et leurs salariés.* De manière générale, d'ailleurs, si l'on joue correctement les règles du jeu d'un système capitaliste on respecte la morale. À partir du moment où l'État intervient, on est dans le domaine de l'immoralité, parce qu'on est dans le domaine de la contrainte qui permet de porter atteinte aux droits légitimes d'autrui. La crise en est une illustration frappante.

Table

Introduction	9
CHAPITRE 1 – Pour en finir avec les idées fausses sur les vraies causes de la crise	13
Une politique monétaire déstabilisatrice : la Fed, la BCE et les autres... ..	14
Une politique du logement explosive	34
Des réglementations nocives	48
Règles comptables et ratios de fonds propres (50) – Le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale (60) – L'assurance des dépôts (66) – Le monopole des agences de notation (68).	
CHAPITRE 2 – La faute à la finance ?	73
Repères : les deux modèles	74
Où sont les capitalistes ?	95
Des financiers avides de gains et preneurs de risques ? (96) – La prétention du savoir (104).	
L'histoire se répète-t-elle ? Les leçons oubliées de la crise de 1929	109

REVENIR AU CAPITALISME...

CHAPITRE 3 – Keynes a-t-il vraiment gagné ?	119
CHAPITRE 4 – L'État redevient-il la solution ?	139
Une crise inéluctable et internationale	140
Des réactions politiques inadaptées	151
Sauver le système financier (152) – Sauver les propriétaires immobiliers (163) – Sauver les secteurs en difficulté (166).	
CHAPITRE 5 – Que craindre maintenant pour demain ?	173
Des plans de relance contre la relance	174
La bien-aimée erreur keynésienne (175) – La nécessité du désendettement (183) – Emprunter pour quoi faire ? (189).	
La tentation des manipulations monétaires	192
Le retour de la réglementation	198
CHAPITRE 6 – L'illusion de la coopération internationale	211
La coopération n'est pas bonne en soi	213
Le monde n'a pas besoin d'un « nouveau Bretton Woods »	225
États-Unis-Chine : nul besoin de rééquilibre	228
Le protectionnisme évité ?	232
Conclusion – Que faut-il « moraliser » ?	235

DU MÊME AUTEUR
CHEZ ODILE JACOB

Français, n'ayez pas peur du libéralisme, 2007.

Libéralisme, 2000.

La Vérité sur la monnaie, 1990.

Cet ouvrage a été composé et mis en pages chez
NORD COMPO (Villeneuve-d'Ascq)

Achévé d'imprimer par SAGIM en février 2010
sur rotative Variquik à Courtry (Seine et Marne)

N° d'édition : 7381-2326-X

Dépôt légal : février 2010

N° d'impression : 11785

Imprimé en France

L'imprimerie Sagim est titulaire de la marque Imprim'vert® depuis 2004

Revenir au capitalisme

Pour éviter les crises

Conséquence d'un manque d'éthique des banquiers, la crise? Effet d'un esprit de lucre insensé incitant à prendre trop de risques pour obtenir davantage de bonus? Trop simpliste, réplique Pascal Salin.

Produit d'une déréglementation excessive? Faux, corrige-t-il. Plutôt de trop de mauvaises réglementations, de mauvaises politiques économiques et monétaires... et d'une insuffisance de capitalisme.

Dès lors, l'État redevient-il la solution, comme le prônent les partisans de l'interventionnisme et de la régulation, de nouveau à la mode? Rien de moins sûr, souligne-t-il. Le « retour de l'État » risque plutôt de nous enfoncer encore plus...

Par un esprit libre, le décryptage de la crise et des hypocrisies auxquelles son interprétation dominante donne lieu.

Pascal Salin

Pascal Salin est professeur émérite à l'université Paris-Dauphine. Il est notamment l'auteur de *La Vérité sur la monnaie* et de *Libéralisme*.



25 €

7296729 女

ISBN 978-2-7381-2481-4

www.odilejacob.fr