

## De la crise financière à la crise de la dette et de l'euro

Pascal Salin

Volume 87, numéro 4, décembre 2011

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1012569ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1012569ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Salin, P. (2011). De la crise financière à la crise de la dette et de l'euro. *L'Actualité économique*, 87(4), 503–518. <https://doi.org/10.7202/1012569ar>

## *De la crise financière à la crise de la dette et de l'euro*

Pascal SALIN  
*Université Paris-Dauphine*

### INTRODUCTION

La crise financière commencée en 2008 a été très généralement considérée comme une manifestation de l'instabilité chronique du capitalisme, ce qui impliquerait par conséquent que seul l'interventionnisme étatique permettrait de sortir de la crise et d'éviter de nouvelles crises. Mais on a aussi bien souvent affirmé que cette crise était un symptôme de l'immoralité fondamentale du capitalisme, parce que des banquiers avides avaient pris trop de risques afin de maximiser leurs profits. Bien que largement partagées, ces idées sont pourtant radicalement fausses et c'est en fait une leçon toute différente que l'on devrait tirer de la crise récente. La crise est la conséquence de l'interventionnisme étatique et ce sont les États qui sont coupables. Il en résulte évidemment qu'il n'est pas justifié de mettre en œuvre un renforcement de la réglementation des marchés que l'on appelle d'ailleurs, de manière erronée, une régulation des marchés financiers<sup>1</sup>.

Les phénomènes en cause dans l'apparition et le déroulement de la crise sont complexes et nombreux, mais on peut leur trouver à tous une même caractéristique, à savoir qu'ils sont la conséquence d'une insuffisance de capitalisme dans le monde moderne. Plus précisément, il existe un facteur majeur de la crise, à savoir la politique monétaire qui a été menée aux États-Unis et dans le reste du monde au début des années deux mille. Mais les autres facteurs – qui relèvent aussi de l'interventionnisme étatique – n'auraient pas pu jouer leur rôle si la politique monétaire n'avait pas été aussi déstabilisante<sup>2</sup>.

---

1. Il serait en effet beaucoup plus correct de parler de réglementation que de régulation dans la mesure où, comme nous le pensons, la meilleure régulation est faite par le libre fonctionnement des marchés et non par une réglementation nécessairement arbitraire. Certes, ceci ne signifie pas que les marchés fonctionnent *parfaitement* – la perfection n'existe pas dans les sociétés humaines – mais les marchés fonctionnent relativement mieux que les processus étatiques.

2. On peut se reporter à ce sujet à notre ouvrage, *Revenir au capitalisme pour éviter les crises*, Paris, Odile Jacob, 2010.

## 1. LA POLITIQUE MONÉTAIRE, CAUSE PRINCIPALE DE LA CRISE

La cause essentielle de la crise récente provient en effet de l'extraordinaire variabilité de la politique monétaire américaine au cours des années récentes. Or, celle-ci est bien évidemment décidée par des autorités publiques et non déterminée par le marché. C'est ainsi que la *Fed* a fait passer son taux directeur de 6,5 % en 2000 à 1,75 % fin 2001 et 1 % en 2003. Il y eut ensuite une lente remontée à partir de 2004 jusqu'à atteindre 4,5 % en 2006. Pendant toute la période de bas taux d'intérêt et de crédit facile, le monde a été submergé de liquidités, d'autant plus que la plupart des banques centrales ont conduit des politiques monétaires à peu près aussi expansionnistes. Afin de profiter de cette magnifique occasion de profits faciles, les établissements financiers ont accordé des crédits à des emprunteurs de moins en moins fiables, comme l'a montré la crise des *subprimes*, c'est-à-dire des crédits accordés à des emprunteurs qui ne remplissaient pas les meilleurs critères de solvabilité. Lorsque l'on est revenu à des taux d'intérêt plus normaux, les excès du passé sont apparus au grand jour : ce fut l'éclatement de la « bulle financière ».

Il est peut-être alors utile en ce point de la démonstration de faire quelques remarques concernant la théorie économique. En effet, les commentateurs ont généralement souligné que la crise donnait raison à John Maynard Keynes contre Milton Friedman, ce qui est d'ailleurs tout à fait contestable. En effet, Keynes a fort peu expliqué les causes des crises économiques et, s'il l'a fait, c'est pour dénoncer ce qui lui apparaissait comme un excès d'épargne. Or, c'est exactement le contraire qui s'est produit puisque, ainsi que nous le soulignons ci-dessous, c'est l'insuffisance d'épargne volontaire qui a été à la racine de la crise. Keynes s'est surtout intéressé aux politiques à mettre en œuvre dans le cas où il existe une récession économique et ses prescriptions sont d'ailleurs plus que contestables, elles sont dangereuses, ainsi que nous le verrons. Milton Friedman, pour sa part, s'est surtout intéressé au lien qui existe entre la création monétaire et l'inflation, ce qui est légitime. Mais son approche, comme celle de Keynes, est restée une approche en termes globaux (le revenu national ou la demande globale pour Keynes, la quantité de monnaie et le taux d'inflation pour Milton Friedman). Or, on a trop généralement oublié qu'il existe une autre école de pensée, celle qu'on appelle « l'école autrichienne » et qui a été illustrée en particulier par Ludwig von Mises et Friedrich Hayek. Ces derniers ont développé une théorie du cycle économique qui est, à notre avis, la seule qui permette d'expliquer la crise récente aussi bien que les autres crises économiques du monde moderne. Ils ont souligné que la création monétaire avait nécessairement pour contrepartie, dans les systèmes monétaires de notre époque, une distribution artificielle de crédits qui ne correspondait pas aux véritables désirs d'épargne des individus. Il y a donc, du fait de la politique monétaire, une contradiction entre le partage désiré par les individus entre consommation et épargne et celui que cherchent à imposer les autorités monétaires sous prétexte de stimuler l'économie par une distribution excessive de monnaie et de crédits.

Nous pensons pour notre part que cette question doit être reliée à une autre question, déjà évoquée, à savoir l'insuffisance d'épargne dans la plupart des grands pays à notre époque. L'épargne reste abondante dans certains pays émergents, comme la Chine, où les individus accumulent du capital pour financer leurs retraites futures, leurs dépenses de santé ou d'éducation. Ces pays prêtent aux pays plus développés, comme les États-Unis. Mais cela n'est pas suffisant et les autorités monétaires essaient de suppléer à cette insuffisance d'épargne par la création déstabilisante de monnaie. Or, si les individus épargnent peu c'est en grande partie parce que les systèmes fiscaux de notre époque détruisent les incitations à accumuler du capital<sup>3</sup>. Autrement dit, les États ont détruit ce qui fait la caractéristique d'un système capitaliste, c'est-à-dire un système de droits de propriété légitimes – qui est le fondement même de la responsabilité – et l'aptitude à épargner qui est une caractéristique fondamentale de l'être humain. Mais au lieu de permettre un retour à un vrai capitalisme, ils croient à tort pouvoir compenser le manque d'épargne volontaire par une épargne factice. Telle est la grande illusion de notre époque, qui freine la croissance économique et qui constitue un facteur majeur d'instabilité économique.

Pour faire une politique monétaire expansionniste, les autorités monétaires imposent des taux d'intérêt beaucoup plus bas que ceux qui se seraient naturellement formés sur le marché. Elles incitent ainsi les emprunteurs à financer des projets peu rentables ou trop risqués. N'oublions pas que le taux d'intérêt est le prix du temps. Fausser la détermination d'un prix aussi important conduit évidemment à des catastrophes. Soulignons-le à nouveau, en tout cas, la politique monétaire est faite par les autorités monétaires et il est donc absurde de prétendre que c'est le libre fonctionnement des marchés qui conduit à l'instabilité monétaire et aux distorsions qui sont ainsi introduites dans les structures productives et les structures de prix.

## 2. LES AUTRES CAUSES DE LA CRISE ÉCONOMIQUE

Ce processus de destruction de l'information et de création d'instabilité a été aggravé par trois phénomènes qui mettent eux aussi en cause l'intervention étatique, mais qui n'auraient pas été possibles en l'absence de la politique monétaire expansionniste.

### 2.1 *La politique du logement aux États-Unis*

Des pressions très fortes ont 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.

---

3. Il serait trop long d'expliquer, dans le présent texte, les raisons pour lesquelles la plupart des systèmes fiscaux favorisent le choix du présent (la consommation) par rapport au choix du futur (l'épargne). Nous les avons analysées, en particulier, dans *L'arbitraire fiscal*, Genève, éditions Slatkine, 1996.

Ce fut l'origine des fameux *subprimes*. 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 entre le montant du remboursement et les revenus ou l'historique des précédents crédits du demandeur. Le *Department of Justice* a même 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! 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 »! Ceci a accru le problème des *subprimes*. Or, comme une grande partie de ces prêts étaient à taux variable, les emprunteurs ont eu du mal à honorer leurs engagements lorsque les taux sont remontés. L'État a ainsi délibérément trompé des personnes *a priori* mal informées sur le fonctionnement des marchés financiers et sur les risques encourus.

Par ailleurs, les deux grands pourvoyeurs de crédits « subprime », Fannie May et Freddie Mac – initialement créés par l'État américain – bénéficiaient de garanties étatiques privilégiées qui les ont conduits à prendre des risques très excessifs.

## 2.2 La réglementation

On a souvent dit que la déréglementation bancaire et financière a constitué l'une des causes de la crise parce qu'elle a permis aux banques de prendre trop de risques. Or, on prétend par ailleurs qu'il existe une caractéristique spécifique des systèmes financiers, à savoir qu'il existerait dans ce domaine un « risque systémique », c'est-à-dire que la faillite d'une ou de plusieurs grandes banques pourrait entraîner un effet en chaîne et provoquer l'éclatement de tout le système financier. Pourtant il y a peu de raisons qu'il en soit ainsi dans le domaine financier plus que dans d'autres domaines. Mais il existe ici un véritable paradoxe : les mesures prises sous prétexte d'éviter un risque systémique supposé sont précisément celles qui créent un risque systémique.

En effet, le sens de la responsabilité à l'égard du risque est émoussé parce qu'il est implicitement admis que les autorités publiques ne laisseraient pas se produire des faillites importantes en cas de difficultés (ce qu'a confirmé en grande partie le comportement des autorités monétaires aux États-Unis et ailleurs, au cours de la crise financière récente). En réalité ce n'était pas tout le système bancaire qui posait problème, mais *seulement une partie de celui-ci*. La preuve c'est que certaines banques qui étaient mieux gérées ont racheté d'autres banques qui étaient en faillite, ce qui montre bien qu'il n'y avait pas un problème général. Ce qui paraît grave dans le sauvetage des banques par les autorités monétaires et publiques, c'est qu'on renforce l'idée – très courante malheureusement à notre époque – qu'il ne faut pas laisser les banques faire faillite, en particulier lorsqu'elles sont grandes (le fameux *too big to fail*). C'est créer l'*irresponsabilité*. On donne ce message aux banques : « vous pouvez prendre des risques excessifs, mais si vous risquez de faire faillite, on vous sauvera. Les profits que vous avez faits, vous les avez eus, vous les avez

utilisés, vous les avez distribués, mais au moment où vous risquez de faire des pertes, on vous sauvera ». Or, la faillite est un élément régulateur essentiel de tout système économique.

Par ailleurs, la réglementation financière elle-même est la source d'effets pervers. Il en est ainsi de l'obligation imposée aux banques par *l'accord de Bâle II* de maintenir un ratio de fonds propres égal à 8 % de leurs avoirs. Devant les opportunités de gain formidables créées par la politique de bas taux d'intérêt de la *Fed*, les banques ont voulu développer au maximum leurs crédits, tout en maintenant le ratio imposé par la réglementation. Dans ce dessein, elles ont cherché à contourner la réglementation – comme cela est toujours le cas – en se débarrassant d'une partie de leurs encours vers d'autres organismes, par exemple fonds d'investissement et SIVs (special investment vehicles). Une partie des crédits accordés par les banques ont ainsi disparu de leurs bilans, leur permettant d'accroître leurs prêts dans le respect apparent de la réglementation.

Certes, on peut considérer comme souhaitable que les fonds propres soient « suffisants » par rapport aux fonds prêtés. D'ailleurs, au XIX<sup>e</sup> siècle, les fonds propres des banques représentaient le plus souvent 60 à 80 % de leurs bilans : les banquiers prêtaient les fonds qui leurs appartenaient ou qui appartenaient à un nombre limité d'actionnaires; le ratio élevé (et désiré) de fonds propres constituait une garantie formidable de stabilité pour les actionnaires comme pour les clients des banques. Les banquiers étaient alors de vrais capitalistes – c'est-à-dire des propriétaires de capital – et, en tant que tels, ils étaient responsables. Dans le monde capitaliste du XIX<sup>e</sup> siècle – plus stable que le monde financier actuel – le crédit bancaire résultait donc des décisions des actionnaires des banques. Dans l'univers étatisé de notre époque, c'est le contraire qui se passe : on impose arbitrairement un ratio de fonds propres qui ne fait que mimer un vrai monde capitaliste; mais cela conduit à l'apparition de bulles financières : les établissements de crédit maximisent le montant de leurs crédits et essaient ensuite par différentes manipulations, de présenter un ratio de fonds propres conforme à la réglementation. Une réglementation qui impose un résultat ne remplacera jamais le libre jeu des décisions d'êtres humains responsables (c'est-à-dire capitalistes). C'est pourquoi les appels constants lancés de nos jours en faveur d'une plus forte réglementation des marchés financiers ne sont pas fondés.

### 2.3 Les problèmes de gouvernance des banques

À notre époque, on a cru possible de fonder le développement économique sur le crédit et non pas sur les fonds propres. Par ailleurs, ainsi que nous l'avons vu, une grande partie du crédit provient d'une création *ex nihilo*, à savoir la politique monétaire expansionniste, et non d'une épargne volontaire. Simultanément, le dépérissement du capitalisme – résultant lui-même bien souvent de l'interventionnisme étatique – a fait en sorte que les grandes banques ne sont plus dirigées par des capitalistes, propriétaires du capital, mais par des managers qui, ne supportant pas eux-mêmes les risques de l'actionnaire, sont tentés de maximiser les profits à

court terme. Ce n'est donc pas le capitalisme qui a conduit à des prises de risque excessives, mais, bien au contraire, une insuffisance de capitalisme. Et au lieu de réglementer encore davantage les activités financières, il serait bien préférable de rendre possible un vrai retour au capitalisme par des réformes fiscales et institutionnelles qui ne freinent plus l'accumulation de capital et la constitution des fonds propres.

Ainsi, si l'on peut reprocher aux établissements financiers de n'avoir pas été plus prudents, cela résulte des structures institutionnelles de notre époque. Mais cela reflète aussi le fait que l'information ne peut jamais être parfaite : un système capitaliste n'est pas parfaitement stable, mais il est plus stable qu'un système centralisé et étatique. C'est pourquoi, au lieu de stigmatiser une prétendue instabilité du capitalisme financier, on devrait stigmatiser l'extraordinaire imperfection de la politique monétaire. On peut regretter que les managers des grandes banques n'aient pas été plus lucides et n'aient pas mieux évalué les risques qu'ils prenaient dans un monde où la politique monétaire est fondamentalement déstabilisatrice. Mais c'est précisément et surtout ce caractère déstabilisant de la politique monétaire que l'on doit déplorer. Arrêtons donc les procès faits à tort au capitalisme et recherchons au contraire le moyen de libérer les marchés financiers de l'emprise étatique.

### 3. LES POLITIQUES DE SORTIE DE CRISE

Comme nous l'avons vu, la crise a été provoquée par des causes qui relèvent de l'interventionnisme étatique et il est regrettable que l'on n'ait pas laissé les marchés fonctionner normalement. La solution, par conséquent, ne peut pas venir de l'État : la meilleure régulation, c'est celle qui serait faite par les marchés. Les marchés ont subi des distorsions du fait des politiques qui ont été suivies (politique monétaire, politique du logement aux USA, *etc.*). Ces politiques ont introduit des déséquilibres considérables dans les processus économiques, et le seul moyen de corriger les choses serait de laisser les marchés réaliser l'ajustement, ce qu'ils sont capables de faire. Cela dit, on ne revient pas sur le passé : on a créé des déséquilibres et il faut en tirer les conséquences. Or, les politiques engagées pour le moment vont exactement à l'inverse de ce qu'il faut faire, par exemple les prétendues politiques de relance qui consistent à gaspiller des ressources, les politiques monétaires trop laxistes et les politiques qui renforcent les réglementations alors que le secteur financier est déjà un des plus réglementés au monde.

#### 3.1 La « politique de relance »

La crise financière mondiale, qui a atteint un grand nombre de pays dans le monde, s'est traduite par un ralentissement de l'activité économique, explicable par la nécessité de liquider les erreurs du passé en supprimant les distorsions introduites dans les structures productives. Mais les gouvernements ont essayé de répondre à cette situation par la mise en œuvre de « plans de relance » conformément aux préceptes traditionnels de la théorie keynésienne. S'ils étaient restés totalement

passifs, on n'aurait pas manqué 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. 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 toutes façons impossible à l'opinion de savoir dans quelle mesure les décisions adoptées auront joué un rôle positif ou négatif. Comment, dans le futur, pourra-t-on savoir si la croissance aurait été plus ou moins forte en l'absence des mesures de politique économique qui ont été prises précédemment?

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. En effet, dans tous les domaines, on ne peut trouver une solution à un problème qu'en connaissant ses causes. Or les racines de la crise financière et économique ne viennent pas d'une insuffisance de demande globale. Elles se trouvent, comme nous l'avons vu, 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, dans des réglementations incohérentes et, de manière générale, dans un manque de capitalisme responsable.

Pendant toute la période de bas 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 secteurs – est devenu apparent lorsqu'on est revenu à des conditions monétaires plus réalistes. Le problème auquel nous sommes confrontés pour la sortie de crise n'est donc pas un problème global – que l'on pourrait résoudre, par exemple, en augmentant la demande globale – mais un problème sectoriel.

La crise économique 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. 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 les facteurs de production 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.*

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 une mauvaise politique monétaire – et que l'on attende maintenant 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 ont décidé, un peu partout dans le monde, de « mobiliser » des centaines de milliards d'euros ou de dollars 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. Mais ce faisant, ils ne créent aucune richesse, ils ne font que déplacer les richesses créées par les citoyens. Pour financer ces 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. Ils ne créent donc pas de demande nouvelle, car cela est tout simplement impossible, mais ils retirent des ressources à ceux qui les ont créées et qui les auraient utilisées de manière responsable, pour en faire décider l'affectation par des personnes irresponsables, puisque leurs décisions ne concernent pas leurs propres ressources et qu'elles ne subissent pas les conséquences de ces décisions. Ainsi, d'une part, il y a un gaspillage de ressources et, d'autre part, on empêche le retour à des structures productives correspondant aux désirs véritables des individus.

### 3.2 *La politique monétaire*

Une autre réponse à la crise a consisté à se lancer de nouveau dans une politique monétaire expansionniste. En effet, la crise se traduit nécessairement par un resserrement du crédit après les excès d'endettement provoqués antérieurement par la politique monétaire expansionniste. Les entreprises ont donc plus de mal à financer leurs projets d'investissement. Simultanément les politiques de relance conduisent à une augmentation spectaculaire de l'endettement public. Comment faire face à ces demandes de financement? Puisque l'épargne volontaire est insuffisante, comme cela a déjà été souligné, on a recours de nouveau à la création monétaire et à la distribution d'une épargne artificielle. Ce faisant, on ne résout absolument pas les problèmes de fond, mais on risque seulement de créer à nouveau les conditions d'une nouvelle crise. Il est, de ce point de vue, inquiétant de voir que la politique monétaire est redevenue laxiste dans la plupart des grands pays.

### 3.3 La réglementation

Ceux qui prétendent que la crise a été due au fait que les marchés ont fonctionné librement et en l'absence de contrôles réglementaires tirent évidemment la conclusion qu'il faut réglementer davantage le secteur financier. Et c'est pourquoi on voit fleurir presque tous les jours, dans tel ou tel pays, une réglementation nouvelle ou un projet de réglementation. Ces mesures sont évidemment erronées puisque la crise n'a pas été due à une insuffisance de réglementation, bien au contraire. On risque donc, en renforçant les réglementations, de limiter les capacités d'ajustement des marchés et donc de les empêcher de jouer leur rôle dans la transmission et l'affectation de l'épargne.

Prenons, à titre d'exemple, un problème qui a été largement débattu, celui des bonus des *traders*. On a dit que ces derniers étaient incités à prendre trop de risques car, en augmentant le volume de leurs opérations, ils augmentaient leurs bonus. Ce risque est certes réel, mais, en contrepartie, les bonus sont un système d'incitations pour que les *traders* prennent les meilleures décisions. Il faut donc arbitrer entre ces deux exigences contradictoires et trouver la politique de bonus optimale. Mais il y a deux manières de le faire. Dans un système libre, c'est évidemment l'intérêt des propriétaires de banques de trouver la combinaison optimale et de définir les meilleures modalités de calcul des bonus. Mais il faut pour cela expérimenter et corriger progressivement les règles instaurées en fonction de l'expérience acquise. En outre, ces règles ne sont pas nécessairement les mêmes selon les activités et les banques concernées. Le grand mérite d'un système de règles privées c'est qu'il est évolutif et diversifié. Lorsque la politique de bonus résulte d'une réglementation, elle est la même pour tout le monde. On se prive alors de la possibilité d'expérimenter et de faire évoluer les règles. En outre, celles-ci sont décidées par des personnes qui ne sont pas responsables puisqu'elle ne supportent pas les conséquences de leurs décisions. Elles décident en fait davantage en fonction des préjugés de l'opinion que dans le but de permettre un fonctionnement optimal des marchés

## 4. LA DETTE PUBLIQUE NOUVEAU FACTEUR DE CRISE

Après les années d'incertitude dans lesquelles le monde a été plongé depuis le début de la crise financière et économique en 2007, il est légitime de se demander dans quelle mesure nous avons surmonté les difficultés du passé. Mais il est par ailleurs certainement utile de se demander si cette crise aura été un bouleversement passager ou si elle aura une influence plus ou moins profonde sur le monde de demain. Il n'est certes pas question de chercher à jouer les devins, précisément parce que les incertitudes restent grandes, aussi bien en ce qui concerne l'évolution future des principales variables économiques et sociales, qu'en ce qui concerne l'évolution des politiques économiques et des idées dominantes. Nous voudrions seulement essayer de dégager quelques perspectives générales qui pourraient nous aider à mieux comprendre le monde d'aujourd'hui et de demain.

#### 4.1 *La sclérose européenne*

Pour atteindre cet objectif, il convient évidemment de comprendre la crise des années 2007-2010, ce que nous nous sommes efforcé de faire ci-dessus. Mais il faut aussi rappeler que cette crise s'est inscrite dans un contexte de plus long terme caractérisé, dans une grande partie de l'Europe, par un taux de chômage élevé et une faible croissance économique. C'est cette situation que l'on a parfois baptisée du nom d'*euroscclerosis*. Il ne fait aucun doute pour nous qu'elle ne peut s'expliquer que par les excès de l'interventionnisme étatique, en particulier l'importance des prélèvements obligatoires et le caractère paralysant d'un ensemble immense et toujours croissant de réglementations. Le rôle de ces deux facteurs est en fait facile à comprendre et il est d'ailleurs surprenant qu'il soit si rarement reconnu, de telle sorte que les gouvernements se lancent dans des prétendues « politiques d'emploi » coûteuses et contre-productives, au lieu d'attaquer le mal à sa racine. Envisageons tout d'abord le rôle de la fiscalité et des prélèvements obligatoires. Lorsqu'un État réalise un transfert, il provoque une double destruction de richesses : les contribuables sont moins incités à faire des efforts, à produire, à innover, à travailler, à épargner et à investir, puisque le rendement net de leur activité est diminué en proportion du prélèvement fiscal. Symétriquement, les bénéficiaires des largesses étatiques sont également incités à diminuer leurs efforts puisqu'ils peuvent obtenir gratuitement les ressources qu'ils désirent. Il en va ainsi, par exemple, de ce qu'on appelle la « sécurité sociale » (qu'il conviendrait en fait d'appeler « le monopole public de l'assurance collectiviste obligatoire »). Dans un système normal d'assurances où les primes payées sont proportionnelles aux risques couverts, les assurés sont incités à produire d'autant plus qu'ils désirent une couverture d'assurance plus étendue. Au contraire, dans un système où les cotisations sont proportionnelles aux revenus, mais où les prestations sont les mêmes pour tous, il y a désincitation à l'effort. Il est donc vain d'attendre un véritable progrès dans la prospérité de tous aussi longtemps que l'on restera attaché au système profondément immoral de la « sécurité sociale » et qu'on maintiendra un niveau très élevé de prélèvements obligatoires.

Les réglementations étatiques jouent un rôle négatif similaire et c'est d'ailleurs pourquoi, loin de constituer des « régulations », elles dérèglent le système social et elles ont donc un rôle « dérégulateur ». Prenons un seul exemple : lorsqu'il existe, comme cela est le cas en France, de grandes difficultés pour licencier un salarié, les entrepreneurs hésitent à embaucher et une réglementation qui prétend protéger les salariés est en fait très nocive pour eux.

C'est dans cet environnement de mauvaise qualité qu'est venue se greffer la crise financière et économique. Nous avons donc distingué, d'une part, la situation de long terme, dite *euroscclerosis*, et d'autre part, le caractère cyclique de l'évolution économique récente. Mais il existe en fait un lien entre ces deux catégories de problèmes. En effet, les excès de la politique de redistribution sont particulièrement destructeurs de l'épargne puisque les individus n'ont pas à faire d'effort d'épargne pour parer aux risques de la vie, les « politiques sociales » prétendant les prendre

en charge. Mais, devant l'insuffisance d'épargne pour financer la croissance dans beaucoup de pays<sup>4</sup>, les autorités monétaires croient trouver un substitut dans la distribution de crédits illusoire d'origine monétaire. C'est ainsi que se perpétue le grand mythe de la stimulation de la croissance par la création monétaire et que naissent les crises. Il serait donc souhaitable à la fois d'adopter les mesures propres à détruire l'*eurosclerosis*, de sortir le mieux possible de la crise récente et d'éviter le retour des crises dans le futur. Malheureusement, il y a toutes les raisons possibles d'être pessimiste pour le futur dans la mesure où les politiques adoptées actuellement dans la plupart des pays sont exactement le contraire de ce qu'il faudrait faire.

Il conviendrait à tous points de vue de réduire l'interventionnisme étatique puisqu'il est à la source à la fois de l'*eurosclerosis* et du caractère cyclique de l'évolution économique. Il conviendrait de reconnaître qu'il est responsable de la stagnation et du chômage de long terme, ainsi que de la crise de court terme. Malheureusement, les autorités publiques, presque partout dans le monde, prennent prétexte d'analyses erronées pour renforcer leurs interventions, aussi bien dans le domaine budgétaire que fiscal, monétaire ou réglementaire. C'est ainsi qu'au lieu de reconnaître les véritables facteurs de la crise, on a appliqué aveuglément les recettes d'inspiration keynésienne qui prescrivent d'augmenter les dépenses publiques pour stimuler l'activité économique et réduire le chômage. Or, le keynésianisme est l'une des erreurs les plus néfastes de notre époque et l'on mesure bien à ce sujet l'importance des idées – et, malheureusement, surtout des idées fausses – dans la détermination du sort de l'humanité. Comme nous l'avons déjà souligné, c'est en effet une illusion complète de penser que l'on peut accroître la « dépense globale » *ex nihilo*. Il est d'ailleurs caractéristique de constater que quelques mois seulement après avoir pratiqué ces politiques d'inspiration keynésienne en décidant d'énormes déficits publics, les États paniquent maintenant devant les montagnes de dettes à rembourser. Ils sont alors confrontés à la nécessité de pratiquer ce qu'on appelle des politiques de rigueur. Ils n'ont en rien résolu le problème des taux de chômage élevés et de la faible croissance par leurs dépenses et ils sont dans l'incapacité de poursuivre ces politiques. Ils devraient maintenant se rendre à l'évidence : les politiques de relance par le déficit public n'ont que des effets négatifs et l'on devrait donc accepter de renoncer définitivement à toutes les idées inspirées par la vulgate keynésienne. Or, non seulement, elles n'aident pas à sortir de la crise, bien au contraire, mais elles créent de nouvelles incertitudes. En effet, elles induisent de l'instabilité sur les marchés financiers du fait du risque de défaut de la dette souveraine dans un certain nombre de pays et de ses conséquences possibles sur toutes les institutions bancaires qui détiennent des créances sur les États de ces pays. En outre, la nécessité de rembourser la dette publique et d'en payer les intérêts conduit légitimement les citoyens à anticiper des hausses d'impôts. Mais on ne sait pas à l'avance quelles seront ces hausses, quand elles seront décidées, qui en supportera le poids, ce qui est aussi une source d'incertitude.

---

4. Ce qui n'est pas le cas d'un certain nombre de pays émergents, tels que la Chine.

#### 4.2 *La coopération internationale*

Les réunions des dirigeants des pays les plus importants dans le cadre du G20, ou celles des dirigeants des pays européens, ont été considérées comme un moyen de relancer, par la coopération internationale, la « machine économique mondiale ». Elles ont même souvent eu un objectif bien plus vaste, puisqu'elles ont été censées permettre de réformer le capitalisme ou même de le moraliser. Il y a là une prétention inouïe. En effet, le capitalisme n'est pas une construction qui aurait été inventée et mise en œuvre par quelques esprits supérieurs. C'est un système qui s'est mis en place spontanément au cours de plusieurs siècles d'évolution et qui a été sélectionné petit à petit, car il est apparu comme le plus efficace. Mais il n'est pas seulement efficace; il est aussi le seul système fondé sur des principes moraux puisqu'il repose sur le respect des droits de propriété légitimes et sur le respect de la parole donnée. Ce n'est donc pas en un ou deux jours de réunion, que des dirigeants – au demeurant le plus souvent incapables de comprendre le fonctionnement des systèmes économiques – peuvent réformer ou moraliser le capitalisme.

En réalité, si l'on veut véritablement trouver des actes immoraux au cours de la crise financière, on doit nécessairement puiser dans toute la panoplie des décisions publiques qui résultent de l'exercice discrétionnaire du pouvoir. C'est ainsi que la diminution de la valeur de la monnaie résultant d'un excès de création monétaire doit être considéré comme un vol, c'est-à-dire une atteinte aux droits de propriété des citoyens; et l'alourdissement de la fiscalité – résultant du sauvetage par la puissance publique de banques mal gérées ou de la nécessité de rembourser les sommes dépensées dans des « politiques de relance » irresponsables et inefficaces – constitue aussi une spoliation à l'égard de personnes qui ne sont en rien responsables de la crise financière

Toujours est-il que, malheureusement, presque tous les gouvernements ont répondu de manière erronée à la crise, particulièrement en pratiquant des politiques de relance budgétaire, en pratiquant des politiques monétaires plus expansionnistes ou en renforçant les réglementations financières. Mais des erreurs ratifiées et coordonnées par les principaux gouvernements du monde ne deviennent pas, par miracle, des remèdes. Les erreurs sont d'autant plus graves qu'elles concernent un plus grand nombre de personnes et d'activités.

La généralisation de ces politiques de relance budgétaire a une conséquence fâcheuse pour le futur. Comme on le sait, un certain nombre de gouvernements particulièrement laxistes ont maintenant les plus grandes difficultés à financer leurs déficits publics, comme cela est le cas pour la Grèce, l'Irlande ou le Portugal. Mais au nom de la « solidarité européenne », les autres pays viennent au secours de ceux qui ont pratiqué des politiques irresponsables. Et l'on retrouve malheureusement dans ce domaine l'une des caractéristiques majeures et destructrices de notre époque, le culte de l'irresponsabilité. Si un gouvernement a fait, de manière démagogique, des dépenses excessives, il devrait en être responsable et supporter le poids des ajustements nécessaires. Mais la grande fiction de la solidarité européenne conduit à reporter ce poids sur les autres. C'est ainsi que se mettent en place

des mécanismes de soutien aux pays les plus mal gérés. Mais pourquoi devrait-on accepter dans le domaine des politiques publiques ce qui serait inacceptable dans le domaine financier, à savoir un système dans lequel les crédits seraient accordés en priorité à ceux qui seraient les moins aptes à bien les utiliser? Mais simultanément on voit se mettre en place progressivement, toujours au nom de la solidarité européenne, des mécanismes de centralisation des pouvoirs en Europe. On prétend à tort que l'appartenance à une même zone euro implique une coordination des politiques budgétaires et la mise en place d'une gouvernance européenne.

Et l'on retrouve malheureusement le même type d'analyse à l'échelle du monde, puisqu'il est devenu à la mode de plaider pour une gouvernance mondiale. On prétend en effet que, dans un univers où les marchés sont mondialisés, il serait cohérent que les politiques économiques le soient aussi. Mais ce faisant on fait une erreur majeure sur la signification de la mondialisation. En effet celle-ci signifie simplement, en ce qui concerne les marchandises ou les actifs financiers, que les obstacles aux échanges ont largement – et heureusement – disparu de telle sorte que les producteurs et les consommateurs peuvent se présenter sur les marchés sans avoir à se préoccuper de la nationalité des uns ou des autres. En d'autres termes, la mondialisation signifie tout simplement que la concurrence est possible à l'échelle mondiale. Mais dire qu'il y a concurrence c'est dire qu'il y a liberté d'entrer sur un marché et cette liberté incite chaque producteur à se différencier des autres en offrant des produits de meilleure qualité et à plus faible coût. La concurrence est donc un facteur de progrès et de différenciation. C'est la même analyse qu'il conviendrait d'appliquer aux politiques publiques : la mondialisation implique logiquement non pas une harmonisation des politiques et une gouvernance mondiale, mais, bien au contraire, la concurrence entre ces politiques.

En réalité, la gouvernance au niveau européen ou au niveau mondial peut s'analyser comme la constitution de cartels publics pour limiter la concurrence. Il est, de ce point de vue, paradoxal, de constater que les mêmes États qui prétendent lutter contre les cartels privés – alors même que ceux-ci ne sont pas nécessairement nocifs – considèrent comme souhaitable de constituer des cartels – qu'on baptise joliment « coopération internationale » – par peur de la concurrence entre eux.

C'est ainsi que se développe actuellement une tendance fâcheuse à accroître les réglementations financières et à les harmoniser internationalement au nom de la coopération internationale. Or, nous ne savons pas quelles sont les réglementations optimales et, pour notre part, nous sommes même critiques à l'égard des réglementations, comme nous l'avons souligné précédemment. L'un des grands mérites de la concurrence tient au fait qu'elle permet d'expérimenter et d'apprendre par l'expérience quelles sont les meilleures solutions. Cela est vrai dans le domaine de la réglementation. Si les gouvernements n'étaient pas atteints par ce mal profond qu'est la prétention du savoir, ils devraient modestement reconnaître qu'ils ne connaissent pas les réglementations optimales et qu'il conviendrait donc de laisser chaque pays décider de supprimer telle ou telle réglementation ou d'introduire telle autre nouvelle réglementation, avec l'espoir d'apprendre progressivement ce qu'il

conviendrait de faire. Mais ils devraient surtout laisser à celles qui sont directement concernées – les organisations financières – la responsabilité de décider des meilleures normes de comportement par un processus continu d'essais et d'erreurs. Lorsque les agents économiques sont libres d'agir, ils ont la possibilité d'expérimenter, ce qui inclut la possibilité d'apprendre de ses erreurs ou de celles des autres. Telle est la supériorité des marchés libres sur les réglementations.

Il est malheureusement à craindre que les réglementations financières soient renforcées dans le monde, comme elles le sont d'ailleurs déjà. Et ceci risque de rendre plus difficile l'adaptation des marchés financiers aux besoins de l'économie mondiale.

##### 5. LA ZONE EURO DOIT-ELLE ÉCLATER?

La confiance dans la solidité de la zone euro a été significativement érodée au cours des mois récents du fait de la crise financière et économique. Nombreux même sont ceux qui prédisent ou préconisent l'éclatement de la zone euro. Mais ceux qui se déclarent favorables à une telle issue sont généralement victimes d'une illusion bien fréquente, l'illusion que la politique monétaire peut être utilisée pour résoudre une grande partie des problèmes économiques.

Avant l'arrivée de l'euro on nous faisait croire que l'euro permettrait de faire de l'Europe une « zone de stabilité et de croissance ». Certains prétendaient même que l'euro apporterait un point de croissance supplémentaire aux pays membres de la zone euro. On a vu ce qu'il en est en réalité! Pour notre part, nous avons toujours souligné qu'il était aussi peu justifié d'attendre de grands bienfaits de l'euro que d'en attendre des catastrophes, comme le prétendaient, pour leur part, ceux qui étaient hostiles à l'euro du fait de leur attachement à la monnaie « nationale ». Nous pensions donc qu'il était regrettable de focaliser toute la politique économique sur le passage à l'euro et sur les conditions à remplir pour cela (« critères de Maastricht »).

Il est alors ironique de constater qu'après avoir attribué à tort trop de mérites potentiels à la création de l'euro, il existe maintenant une sorte de retour de balancier dans l'opinion. Nombreux en effet sont ceux qui estiment que l'euro prive les pays membres de la possibilité de faire une politique monétaire indépendante ou même de la possibilité d'effectuer des variations de taux de change. De là viennent les plaidoyers en faveur de la sortie de l'euro ou les pronostics sur l'éclatement de la zone. Simultanément, ceux qui n'envisagent pas un tel bouleversement n'en demandent pas moins, bien souvent, que la Banque centrale européenne pratique une politique plus expansionniste. Ils déplorent que l'on ait donné pour seul mandat à celle-ci d'assurer la stabilité des prix et non, comme cela est le cas pour la *Fed*, de favoriser la croissance et l'emploi.

Dans tous les cas, on croit à tort qu'il est possible d'obtenir des effets importants sur l'activité économique grâce aux manipulations monétaires. Mais en pratiquant, par exemple, une politique monétaire expansionniste on n'obtient finalement que



de l'inflation et, en outre, d'importantes distorsions dans les structures de production et les structures de prix qui sont à l'origine des crises financières et économiques, comme les années récentes l'ont bien montré.

L'euro existe maintenant et, même si l'on avait pu être réticent à l'égard de sa création, il n'y a pas de raison de faire éclater la zone euro. Mais il y a toutes les raisons de limiter autant que possible la création monétaire. Or, en dépit du rôle officiel de la Banque centrale européenne dans le maintien de la stabilité des prix, il n'existe pas de barrière institutionnelle suffisante pour garantir cette limitation. On le voit bien actuellement puisque la BCE achète, par exemple, des titres de l'État grec sous prétexte qu'elle évite à ce dernier de payer des taux d'intérêt trop élevés. Or, si un État a décidé des déficits budgétaires excessifs, il est normal que le marché financier sanctionne cette irresponsabilité par des taux d'intérêt élevés et il n'y a pas de raison de venir au secours des pays les plus mal gérés. Malheureusement la collusion implicite entre pouvoirs politiques et pouvoirs monétaires conduit à cacher les conséquences de la mauvaise gestion publique que les marchés ont le grand mérite de révéler. Cette dissimulation de la réalité se fait évidemment aux dépens des citoyens, mais elle prétend par ailleurs se faire au nom de cet objectif vague qu'est « la défense de l'euro ». Or, c'est une bien étrange façon de « défendre l'euro » que de créer de l'inflation en favorisant la création monétaire pour financer les États les plus irresponsables.

Dans aucun pays il ne sera possible de retrouver le chemin de la prospérité en pratiquant une politique monétaire expansionniste, soit en quittant la zone euro pour retrouver son indépendance monétaire, soit en obtenant plus de laxisme de la part de la Banque centrale européenne. Et on n'y arrivera d'ailleurs pas plus en décidant d'immenses déficits budgétaires.

#### CONCLUSION : LES RÉFORMES POUR LE LONG TERME

Sans vouloir entrer dans le détail des mesures à prendre, il est clair qu'il faut porter remède aux facteurs fondamentaux des crises récentes que nous avons analysés ci-dessus, mais aussi prendre simultanément les mesures nécessaires pour sortir de l'*eurosclerosis*. Ceci implique tout d'abord de supprimer toutes les mesures, en particulier fiscales, qui détruisent les incitations à épargner et qui empêchent le bon fonctionnement d'un capitalisme véritable, fondé sur les fonds propres, c'est-à-dire sur des droits de propriété qui sont à la source de la responsabilité.

Dans le domaine monétaire il conviendrait, *au minimum*, de faire des politiques monétaires *stables*, et même, si possible, de *supprimer* les politiques monétaires. Tout le monde vit avec l'idée que c'est une des tâches essentielles de l'État que de faire des politiques monétaires, mais ce n'est pas du tout nécessaire et cela peut même être nuisible, comme le montre la crise. On peut démontrer qu'on pourrait très bien vivre et même beaucoup mieux vivre avec une masse monétaire qui serait constante : en effet, dans une telle situation, la croissance de la productivité dans les activités de production se traduirait par une baisse continue des prix,



c'est-à-dire par une augmentation – souhaitable – du pouvoir d'achat de la monnaie. Telle serait la véritable réforme monétaire nécessaire, mais malheureusement on ne la fera sans doute pas. Pour se convaincre que l'idée selon laquelle l'État a un rôle essentiel à jouer pour mener une politique monétaire et faire une politique de stabilisation est une idée fausse, il suffit de regarder les faits : jamais dans l'Histoire il n'y a eu autant de crises monétaires, d'instabilité monétaire, d'inflation que depuis que les banques centrales existent ! Les banques centrales existent depuis le 19<sup>e</sup> siècle, il n'y a donc pas si longtemps. Toute l'histoire de l'humanité s'est fort bien passée sans qu'il y ait de banque centrale et sans qu'il y ait de politique monétaire.

Il est malheureusement à craindre que ces réformes radicales – révolution fiscale, absence de politique monétaire, mais aussi déréglementation – ne soient pas adoptées et que la plus grande partie du monde connaisse alors une longue période de stagnation, elle-même à l'origine de fortes tensions sociales.