2007 : une crise systémique ?

François Facchini

▶ **To cite this version:**

François Facchini. 2007 : une crise systémique ?. Revue d'économie financière, 2010, 97, pp.155-183. 10.3406/ecofi.2010.5397 . hal-00480066

HAL Id: hal-00480066
https://hal.science/hal-00480066

Submitted on 14 Mar 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Revue d'économie financière

2007 : une crise systémique ?

François Facchini

Abstract

2007 : a Systemic Crisis ?

This article explains the 2007 crisis in the United States from the Classical Austrian Cycle theory and its recent developments. It provides three causes for the crisis : a general cause (Fed's behaviour), a singular one (the subprime policy) and a systemic one. The systemic cause is the institution of central bank and its regulation of money supply. This institution was established in the early twentieth century to address the instability caused by the Great War and facilitate the financing of public spending through inflation tax. This crisis proved the fragility of these public solutions and their undesirable effects on the socialization of risk. It raises questions about the need to initiate a comprehensive reform of the system and introduce of real competition among currencies.

Classification JEL : E58, E3, G01.

Résumé

Cet article explique la crise de 2007 aux États-Unis par la théorie autrichienne des cycles classiques et ses développements récents. Il identifie trois causes : une cause générique, la hausse des taux d'intérêt directeur de la banque fédérale, une cause singulière, la politique des subprimes *et une cause systémique. La crise de 2007 est fondamentalement une crise systémique, autrement dit une crise des institutions monétaires mises en place au début du XXe siècle pour faire face à l'instabilité provoquée par la Grande Guerre et faciliter le financement des dépenses publiques par l'impôt d'inflation. Cette crise montre la grande fragilité des systèmes monétaires hiérarchisés autour d'une banque centrale. Elle met en évidence les effets de la socialisation des risques et du pouvoir discrétionnaire du banquier central sur le comportement des banques et la stabilité du système économique. Elle conduit à s'interroger sur l'opportunité d'engager une vaste réforme de ce système et la mise en place d'une réelle concurrence entre les monnaies.*

Classification JEL : E58, E3, G01.

Citer ce document / Cite this document :

Facchini François. 2007 : une crise systémique ?. In: Revue d'économie financière, n°97, 2010. Regards sur la crise financière. pp. 155-183.

doi : 10.3406/ecofi.2010.5397

http://www.persee.fr/doc/ecofi_0987-3368_2010_num_97_2_5397

Document généré le 05/01/2016

BY: $ = creative commons

2007 : UNE CRISE SYSTÉMIQUE ?

François FACCHINI *

La crise de 2007 est la neuvième crise en vingt ans, mais elle est, pour la plupart des analystes et des gouvernements, l'une des plus graves[1]. L'objet de cet article n'est pas d'expliquer la diffusion de la crise des États-Unis à l'Europe et à l'ensemble de l'économie mondiale, mais de comprendre comment elle est née aux États-Unis afin d'en tirer des leçons pour l'avenir. Nous ne cherchons pas à comparer cette crise à une autre, autrement dit à chercher quels précédents historiques se rapprocheraient le plus de la situation actuelle (crise de 1929, crise de 1974, crise de 1987...). En revanche, nous proposons une explication de la crise fondée sur une théorie générique de l'instabilité des marchés : la théorie autrichienne contemporaine des cycles. Cette théorie a déjà permis d'expliquer les nombreuses crises de l'économie américaine de 1969 à 2003 (Mulligan, 2006). En nous rattachant à une théorie des phases de récession déjà existante, nous ne voulons pas signifier que toutes les crises ont la même origine, nous voulons simplement reprendre une trame théorique fondée et capable de nous donner suffisamment de recul pour ne pas tirer de conclusions trop singulières d'une crise profonde aux conséquences économiques, financières et sociales importantes sur les générations actuelles et futures.

La thèse soutenue dans cet article est que la crise de 2007 est une crise singulière, mais aussi une crise systémique au sens où elle conduit à remettre en cause les sciences économiques orthodoxes et le paradigme de la finance moderne et à prendre conscience qu'une crise sur un marché a des effets sur tous les marchés. Cette crise révèle les faiblesses

* Université de Reims ; économiste, Centre d'économie de la Sorbonne (CES, Paris I).

des systèmes monétaires hiérarchisés autour d'une banque centrale qui légalise la pratique des réserves fractionnaires et s'expose de plus en plus ouvertement au phénomène de l'aléa moral. Les défaillances observées dans la gestion des risques de la part des firmes bancaires constituent l'une des caractéristiques d'un système qui socialise les risques bancaires et s'éloigne de l'idéal de la propriété privée. Dans cette perspective, la cause singulière de la crise de 2007 serait la politique des prêts hypothécaires américains (*subprimes*), mais sa cause générique serait la politique de manipulation des taux d'intérêt directeur de la Federal Reserve. Cependant, il ne suffirait pas de changer de politique monétaire et de banquier central pour éviter les crises. La crise est institutionnelle. Elle pointe les défaillances d'un système d'économie mixte qui conduit, par construction, les agents à mettre en péril la stabilité des marchés en prenant des risques qu'ils n'auraient pas pris dans une économie où les droits de propriété privée auraient été scrupuleusement respectés.

Tout d'abord, nous rappelons, dans ses grandes lignes, la théorie autrichienne contemporaine des cycles. Ensuite, nous appliquons cette explication générique des crises (phase de récession du cycle) à la crise de 2007. Enfin, nous concluons sur les leçons à tirer de cette crise.

LA THÉORIE AUTRICHIENNE CONTEMPORAINE DES CYCLES : UN BREF RAPPEL

La théorie autrichienne contemporaine des cycles conduit à s'interroger sur les niveaux des taux d'intérêt directeur et leurs effets sur l'activité économique et, *in fine,* la crise économique. Malgré des différences entre les auteurs, cette théorie s'accorde généralement sur l'idée que les cycles économiques ont une raison monétaire. Les cycles trouvent leur origine dans la fixation d'un taux d'intérêt des prêts inadaptée aux préférences temporelles des individus sur le marché (Facchini, 2004). Pour bien le comprendre, il faut faire un petit détour par la macroéconomie du capital.

Les bases de la macroéconomie du capital : temps et monnaie

La théorie autrichienne contemporaine des cycles fait partie de ce que Garrisson (2001) appelle la macroéconomie du capital par opposition à la macroéconomie du travail. Outre sa défense du libre marché et son insistance sur le rôle des institutions, la macroéconomie du capital soutient que les deux fondamentaux négligés par la macroéconomie du travail sont le temps et la monnaie. L'apport de la macroéconomie du capital est notamment de penser les effets des temps d'ajustement sur la création de richesse (croissance), la hausse des prix (inflation) et/ou

le chômage et l'emploi. Sa principale originalité théorique trouve son origine dans l'articulation de la théorie de l'intérêt naturel de Wicksell et de la théorie du capital issue des travaux de Böhm-Bawerk (1902 et 1929).

La macroéconomie du capital étudie finement l'effet de la durée sur les plans de production. Un plan de production est une représentation mentale de type prospectif de l'entrepreneur. Il se met en place dans la durée et non de manière instantanée. De ce premier principe, on peut en déduire un deuxième. Les processus d'action humaine tendent à atteindre des objectifs d'une valeur plus grande à mesure que leur durée augmente (Huerta de Soto, 2007). Pour cette raison, l'acteur choisira toujours entre deux objectifs de valeur identique celui qui sera disponible le plus tôt. Il a une préférence pour le présent. Les théories de l'intérêt et du capital ne sont pas indépendantes de ces deux principes. La théorie de l'intérêt est issue de la théorie du capital et du rapport que l'homme entretient au temps.

Prenons un exemple. Un pêcheur peut privilégier le présent et pêcher à main nue ou accepter de rester à terre pour fabriquer un filet. La fabrication d'un filet n'est pas un acte irrationnel, mais raisonnable. Il se place dans le cadre d'un plan. Le pêcheur accepte de sacrifier du temps aujourd'hui parce qu'il espère en économiser demain. Le taux d'intérêt du pêcheur est l'agio qu'il est prêt à recevoir pour sacrifier le présent au futur.

Que doit sacrifier le pêcheur pour fabriquer son filet et qu'espère-t-il y gagner ? La fabrication d'un filet exige du pêcheur qu'il sacrifie une partie de sa consommation de poisson le jour même où il le fabrique. Elle suppose un acte d'épargne car pendant qu'il sera à terre pour fabriquer son filet, il ne pourra plus pêcher. Il faudra qu'il vive sur ses réserves, sur son épargne. Le pêcheur accepte de faire ce sacrifice parce qu'il y a un gain, un agio. Ce gain représente l'économie de temps qu'il va pouvoir faire avec son filet. En allongeant son détour de production, il pêchera plus de poisson en moins de temps. Ainsi, l'épargne allonge le détour de production et augmente le niveau de la production (Hayek, 1931). Cependant, le pêcheur n'a pas intérêt à produire plus de poisson qu'il n'en consomme journellement. S'il consomme deux poissons par jour et qu'il ne peut pas les stocker plus de deux jours, il n'a pas intérêt à fabriquer un filet lui permettant d'attraper plus de quatre poissons en un coup. Au-delà, il serait dans l'obligation de jeter ses prises. Il gaspillerait à la fois son temps et sa pêche. La quantité de poisson mise en réserve, autrement dit le niveau de son épargne, détermine la taille du filet et sa sophistication. Moins le pêcheur est prêt à sacrifier le présent pour le futur, moins il y a d'épargne et plus le détour de production est court. La quantité

de poisson mise en réserve doit cependant être suffisante pour préparer l'avenir. Une quantité insuffisante conduirait nécessairement à l'arrêt de la fabrication du filet. S'il n'arrive plus, pour une raison ou pour une autre (pénurie de poisson), à épargner à nouveau pour dégager du temps pour finir le filet, son projet de fabrication ne pourra pas voir le jour. Il aura gaspillé des ressources.

Le filet représente le capital. Pour cette raison, le capital représente une dépense de temps et de travail (Böhm-Bawerk, 1902 et 1929) et non un facteur de production. Pour former du capital, l'acteur doit avoir épargné. L'épargne prépare le temps de l'investissement, la période de création du capital. Cette création suppose que l'acteur anticipe un gain dans le futur qu'il ne peut atteindre sans mobiliser tout de suite du temps pour le réaliser. Le capital allonge le détour de production, c'est-à-dire la distance temporelle qui sépare la consommation du bien fini du premier travail que l'on y avait investi. Ensuite, les facteurs de production se matérialisent dans chaque étape du plan de production. Ce sont toutes les étapes intermédiaires de chaque processus d'action (Huerta de Soto, 2007). La macroéconomie du capital les appelle des biens d'investissement. Il existe donc une relation nécessaire entre le taux d'intérêt, l'épargne, le capital et la consommation future.

Le taux d'intérêt représente l'agio que les individus sont prêts à recevoir pour sacrifier le présent pour le futur. Il indique la propension à épargner. Un agio élevé suppose une épargne faible, car il signifie que les individus exigent que les gains de l'abstinence soient très élevés. S'ils n'ont pas la garantie de les recevoir, ils n'épargnent pas. Inversement, un taux d'intérêt faible signifie une épargne élevée, une plus faible valeur pour le présent. Le taux d'intérêt informe donc sur les préférences temporelles des individus. Il permet d'ajuster leur offre de biens dans le temps[2]. Une baisse des taux d'intérêt s'interprète comme une dépréciation du prix des biens présents (hausse de l'épargne). Elle incite les entrepreneurs à investir dans la production de biens futurs, afin d'exploiter l'écart de valeur entre le présent et le futur. Une hausse des taux d'intérêt signifie au contraire une appréciation du prix des biens futurs (baisse de l'épargne). Elle conduit les entrepreneurs à privilégier la production des biens présents et à délaisser le futur.

En économie de marché, l'ensemble de ces calculs est exprimé en monnaie. C'est le taux d'intérêt des prêts en monnaie qui approxime le niveau de l'agio que les individus sont prêts à recevoir pour sacrifier le présent pour le futur. L'épargne ne se fait plus en poisson, mais en argent, et l'agio s'exprime en intérêt monétaire. Les prêts en monnaie restent cependant gagés sur de l'épargne préalable. Si personne n'épargne une partie de son revenu monétaire, aucun investissement

n'est possible. Pour qu'un individu consomme plus que ses revenus aujourd'hui, il faut qu'un autre ait consenti à retarder le moment de sa consommation. La variation du taux d'intérêt des prêts reflète donc l'évolution de la demande et de l'offre de prêt. Elle permet aux entrepreneurs d'améliorer la qualité de leurs anticipations sur les quantités qu'il faudra produire demain. Si les individus épargnent une partie importante de leur revenu, il faudra prévoir d'importantes quantités de production pour répondre à leur demande future. Les entrepreneurs sont informés d'une telle évolution par la baisse du taux d'intérêt des prêts. Plus d'épargne signifie une importante demande future et l'existence d'un écart de valeur important entre les biens présents et les biens futurs. Si la valeur des projets de long terme augmente relativement la valeur des projets de court terme, les entrepreneurs vont réorienter la production vers le futur. L'ensemble de la structure du capital (longueur du détour de production) s'ajuste ainsi pour exploiter les écarts intertemporels de valeur. Si l'entrepreneur a correctement anticipé les prix et le type de biens demandés, il réalisera des profits.

La théorie autrichienne contemporaine des cycles traditionnelle : le banquier et le crédit sans transfert préalable d'épargne

Ce résultat dépend cependant de la qualité de l'information véhiculée par le taux d'intérêt des prêts. L'origine des crises et de l'instabilité des marchés s'explique par la mauvaise qualité de cette information.

Chaque individu connaît ses préférences temporelles. Le taux d'intérêt des prêts véhicule cependant une information sur les préférences temporelles des autres. Cette information représente une variable de coordination des plans de production et de consommation dans le temps. Un taux d'intérêt de mauvaise qualité nuit alors à la qualité de la coordination. Il véhicule des informations de mauvaise qualité, s'il fait croire que les individus épargnent une partie importante de leur revenu alors que ce n'est pas le cas. Cette information incite les entrepreneurs à investir, autrement dit à mobiliser des ressources aujourd'hui pour produire des biens demain. Elle conduit à mettre en place une structure du capital qui n'est pas adaptée à la demande future. Une baisse du taux d'intérêt, par exemple, sans augmentation de l'épargne incite les entrepreneurs à investir dans la production de biens futurs, afin d'exploiter l'écart de valeur entre le présent et le futur alors qu'il n'existe aucun écart. Au moment où ils mettent leur marchandise sur le marché, il constate que la demande est insuffisante. Il y a un déséquilibre entre l'offre et la demande. Ce déséquilibre explique pourquoi la croissance initiée par la baisse artificielle des taux d'intérêt n'est pas soutenable.

À l'origine de cette mauvaise qualité de l'information véhiculée par le taux d'intérêt se trouve la stratégie des banques. Pour augmenter leur activité de vente de crédit et maximiser leur profit, les banques ont intérêt, sous certaines conditions, à vendre du crédit sans transfert d'épargne préalable. La vente de crédit équivaut à la création de moyens fiduciaires. Elle permet « aux banques d'octroyer des crédits bien au-delà des limites tracées par leurs propres disponibilités et par les fonds qui leur ont été confiés par leurs clients » (Mises, 1936). Cette stratégie des banques pour augmenter leur activité et leur profit sans dépôt supplémentaire de leurs clients a pour effet de réduire le taux d'intérêt des prêts. Cette baisse des taux est artificielle car elle ne correspond à aucun acte d'épargne préalable. Elle est juste le résultat d'une stratégie des banques pour accroître leur activité. Elle est à l'origine d'une information erronée sur les préférences temporelles. C'est comme si un épargnant déposait 100 euros et que la banque vendait 200 euros de crédit. La banque livre par cette décision une information erronée sur la propension à épargner des agents. Elle fait croire que la propension à épargner des agents est plus élevée qu'elle ne l'est en réalité. Elle incite les entrepreneurs à délaisser les biens de consommation présents pour répondre à la demande future. La faiblesse des taux d'intérêt est alors à l'origine d'une suite d'événements qui vont déclencher la crise.

Le déroulement des événements est le suivant. Le premier effet de cette baisse artificielle des taux d'intérêt des prêts par la création de crédits est une phase d'expansion. La baisse des taux stimule l'investissement dans les secteurs qui bénéficient du crédit additionnel. Elle favorise la production de biens futurs pour satisfaire les attentes des épargnants. La production de biens d'investissement semble plus rentable que celle des biens de consommation. Les entrepreneurs allongent le détour de production et s'endettent. Cet endettement provoque une hausse de la demande de fonds prêtables et une hausse de la demande de biens de production. Les entrepreneurs intensifient l'usage du capital dans leur processus de production. Ils augmentent leurs investissements en capital fixe (machines) et diminuent leurs investissements en capital circulant (salaires). Ces choix créent une pénurie artificielle de biens de consommation. Ils créent une demande d'embauche dans les secteurs financés par le crédit additionnel et une réaction des autres secteurs qui cherchent à garder leurs salariés. À ce stade de la phase d'expansion, il existe une tension à la hausse sur les prix des biens de consommation, les salaires et les taux d'intérêt des prêts.

L'augmentation des prix des biens de consommation n'est pas générale. Elle dépend du lieu d'entrée et de sortie de la monnaie

(effet Cantillon). Si les bénéficiaires du crédit financent l'achat de biens immobiliers, cela provoque une hausse du prix de l'immobilier et une modification de la structure des prix relatifs. Ce crédit avantage les productions les plus proches de ce secteur et appauvrit au contraire les secteurs les plus éloignés.

La hausse des salaires entretient l'expansion économique et la solvabilité de la demande. Cependant, elle crée une pénurie artificielle de travail. L'augmentation du prix des facteurs de production débute aussi dans les secteurs qui ont bénéficié les premiers des crédits (effet Ricardo). Ensuite, elle favorise l'augmentation des coûts de production dans l'ensemble de l'économie. La production des biens de consommation diminue au fur et à mesure que les projets de long terme attirent le travail et les autres facteurs de production. L'absence d'augmentation du montant de l'épargne volontaire crée ainsi un déséquilibre entre les investissements *ex ante* et l'épargne *ex ante* qui se résorbe *ex post* par un phénomène d'épargne forcée. Les consommateurs sont obligés de diminuer leur niveau de consommation présente pour préparer une consommation future qu'ils ne souhaitent pas. Ils subissent les décisions des entrepreneurs sans bénéficier des gains de productivité. En revanche, la hausse des taux d'intérêt annonce le reversement, autrement dit le passage de l'expansion à la récession.

Les banques peuvent à nouveau jouer contre cet effet. Durant un temps, elles peuvent répondre favorablement à la demande de fonds prêtables supplémentaires en créant de nouveaux crédits sans transfert préalable d'épargne. Elles se placent sur le marché monétaire (entre banques) pour se refinancer. Elles entretiennent l'erreur des entrepreneurs et renforcent, à cette occasion, la profondeur de la crise qui va suivre la phase de croissance induite par la baisse artificielle des taux d'intérêt. Cette stratégie n'est pas durable car malgré leur marge de manœuvre non négligeable, les banques sont contraintes, à un moment ou à un autre, par le montant de leurs dépôts et de leurs fonds propres. Elles ne peuvent pas prêter indéfiniment de l'argent qu'elles ne possèdent pas. Le manque d'épargne est alors révélé au plus grand nombre par l'inéluctable hausse des taux d'intérêt. Cette hausse signale à l'ensemble des agents que les consommateurs préfèrent le présent. Elle sonne le glas de tous les projets qui avaient tablé sur une forte appréciation du futur. Les entrepreneurs ne trouvent plus le financement nécessaire pour finir leur projet. Ils sont dans la situation du pêcheur qui aurait mal proportionné la taille de son filet par rapport à la quantité de poissons qu'il aurait mise de côté pour survivre. Ils doivent abandonner leurs plans de production. Les prix des biens d'investissement baissent et les salariés sont licenciés. Le chômage augmente, le montant des revenus distribués

baisse, la demande de biens de consommation baisse et les prix ont tendance à baisser.

Cette théorie traditionnelle des cycles met bien en évidence le rôle des taux d'intérêt dans l'instabilité des marchés. La baisse artificielle des taux d'intérêt des prêts crée les conditions d'une croissance économique non durable. Ce sont donc les banquiers qui engagent l'ensemble des entrepreneurs dans un processus d'ajustement qui n'a pas lieu d'être et qui provoque l'instabilité des marchés. En manipulant les taux d'intérêt pour augmenter leur niveau d'activité, ils sont à l'origine des phases de récession. En revanche, la hausse des taux d'intérêt annonce le retournement de tendance et, *in fine*, la crise.

L'apport de la théorie autrichienne contemporaine des cycles : une théorie de la stabilité des marchés

L'apport de la théorie autrichienne contemporaine des cycles est de montrer le rôle déterminant des institutions monétaires dans l'instabilité des marchés. Le banquier central est autant à l'origine d'une variation artificielle des taux d'intérêt que les banques. Cette théorie autrichienne pointe ainsi l'effet des institutions des économies sociales de marché sur la stabilité des marchés. Elle développe une analyse très précise de la manière dont les initiatives de l'État, pour stabiliser le marché de la monnaie, vont favoriser la prise de risques des banquiers et lever les contrôles des clients et des actionnaires sur leurs activités. Pour cette raison, elle soutient un marché libre de la monnaie (Hayek, 1976 ; Klein, 1974) et argue que l'instabilité des marchés est largement artificielle et qu'elle trouve sa principale explication dans l'intervention de l'État sur le marché monétaire.

Un système de banque libre est plus stable qu'un système de banque centrale pour quatre raisons. Premièrement, parce que la pratique des réserves fractionnaires y est interdite. À partir d'une histoire juridique du droit bancaire, Huerta de Soto (2006) a montré que cette pratique des réserves fractionnaires a longtemps été traitée comme un détournement et sanctionnée par la justice. Deuxièmement, parce que la création de crédits sans transfert préalable d'épargne est limitée par un mécanisme de compensation (Timberlake, 1984). Si une banque prête plus qu'elle n'a en dépôt, elle prend un risque d'illiquidité, autrement dit le risque de ne pas pouvoir faire face à la demande de ses déposants. Toute émission de monnaie papier d'une banque commerciale correspond ainsi à un dépôt, soit dans la banque qui prête, soit dans une autre banque spécialisée ou non dans le prêt aux banques. La création de crédits est rarement déconnectée du montant des dépôts de l'épargne. Troisièmement, parce que sur un marché libre de la monnaie, la qualité de la monnaie est déterminée par la loi de

l'offre et de la demande (Hayek, 1976). L'évolution du taux de change entre les monnaies concurrentes donne des informations sur la qualité relative des monnaies. Une banque qui crée plus de crédit qu'elle n'a d'épargne propre ou en dépôt prend un risque de défaut. Elle prend le risque de dévaluation de la valeur de sa monnaie et de retrait des épargnants. Les actionnaires seront toujours très vigilants à de telles évolutions car ils seraient les premiers perdants lors d'une faillite bancaire. Les clients sont aussi très attentifs à la qualité de la gestion de leurs banques et à leurs pratiques, car ils ont intérêt à déposer leurs économies dans des établissements qui n'abusent pas de la pratique des réserves fractionnaires. Quatrièmement, parce que les banques ne prêtent pas seulement les dépôts de leurs clients. Elles prêtent aussi sur leurs fonds propres. Pour cette raison, les banquiers et leurs actionnaires sont d'autant plus vigilants qu'ils engagent leur propre épargne. La banque libre tendrait donc à un système de réserves pleines où le banquier serait légalement contraint de ne pas prêter plus qu'il n'a en dépôt et où il serait contraint par ses concurrents et ses actionnaires aiguillonnés par le marché financier de veiller à la qualité de sa monnaie. Pour toutes ces raisons, un système de banque libre rend la manipulation des taux d'intérêt très difficile. Dans un tel système, le taux d'intérêt reste un médium de communication sur la propension à épargner des agents.

La mise en place d'une banque centrale et du cours légal modifie totalement cet équilibre. Elle favorise le risque et lève l'ensemble des mécanismes qui limitent les mauvaises pratiques bancaires. Un système hiérarchisé autour d'une banque centrale légalise la pratique des réserves fractionnaires, socialise ses risques et expose l'économie de marché à des effets dominos et de contagion. Ces risques expliquent la mise en place d'une assurance dépôt pour les clients des banques qui deviennent encore moins vigilants. L'assurance dépôt fait en effet des contribuables les responsables en dernier ressort des crises.

La banque centrale socialise les risques et légalise la pratique des réserves fractionnaires. Dans un système de droits de propriété privée, chaque banque supporte les coûts de l'expansion du crédit. Face à une baisse du niveau de l'épargne, les banques ont tendance à augmenter le niveau de leur taux d'intérêt. Dans un système avec banque centrale, les banques peuvent externaliser une partie de leur coût sur les autres banques sans perdre de bénéfices. Elles choisiront de réduire leur coefficient de réserve. Pourtant, chaque banque sait que réduire le coefficient de réserve accroît les risques de faillite et d'instabilité. Chaque banque a aussi conscience que si elle ne prête pas pour maintenir le système stable, les autres banques le feront. La banque centrale socialise les risques et place les banquiers dans une situation de

dilemme du prisonnier (Carilli et Dempster, 2001). La socialisation des risques provoque la généralisation des comportements de passager clandestin. Dans un système avec banque centrale, la banque qui prête plus qu'elle ne possède en réserve ne supporte pas tous les coûts de son action parce que le prêt supplémentaire n'est qu'une petite partie de l'offre de monnaie du monopole. L'existence d'un prêteur public en dernier ressort et du cours légal favorise donc la création de crédits sans transfert d'épargne. Carilli et Dempster (2001) expliquent la tendance cyclique des économies dont les États ont institutionnalisé un prêteur public en dernier ressort et expliquent également pourquoi les banques ont intérêt à créer un excès de moyens de paiement non convertibles et pourquoi l'effet domino est plus probable dans un tel système que dans une économie qui respecte la libre concurrence entre les monnaies privées.

La banque centrale substitue à la chambre de compensation privée une procédure politique, ou bureaucratique (banque centrale indépendante), qui introduit une dimension politique dans la décision monétaire (Timberlake, 1984). Dans une chambre de compensation privée, les banques sont responsables sur leurs fonds propres en cas de faillite, alors que les hommes politiques ou les bureaucrates de la banque centrale sont responsables des fonds publics. Les banquiers savent qu'ils risquent de tout perdre s'ils ne contrôlent pas une banque qui a des pratiques illégales et/ou trop risquées. Ils vont ainsi, soit avertir le banquier qu'il ne sera pas refinancé, soit notifier la faillite de la banque afin qu'elle ne mette pas en péril leur propre activité. Avec le banquier central s'installe l'idée qu'il n'est pas vraiment possible politiquement que l'État et son banquier central lâchent une banque. Si le banquier central n'aide pas une banque, il déçoit les anticipations des banquiers et des investisseurs et crée une situation de panique, car tout le monde a fait comme si le banquier central couvrait tous les risques. Dans ces conditions, l'effet domino n'existe que parce que tout le monde anticipe un soutien du banquier central et que ce dernier a décidé, de manière discrétionnaire, de ne pas intervenir. Les banquiers ont pris un certain nombre de risques uniquement parce qu'ils savent qu'une telle décision remet en cause l'ensemble du système. Ils perçoivent le risque systémique. C'est là qu'apparaît l'effet de contagion, la généralisation de la peur. Dans un système décentralisé, si une banque prête à des entrepreneurs dont les plans de production s'avèrent non profitables, elle met en danger l'épargne de ses clients et les capitaux de ses actionnaires. En revanche, cette situation n'inquiète pas les clients des autres banques. De plus, la décentralisation fait que le client n'est pas captif d'une banque et de sa monnaie. Face à la dégradation de la qualité de la monnaie d'une banque commerciale, il peut choisir d'utiliser une

autre monnaie. Le cours légal interdit d'exploiter cette opportunité. Tous les acteurs sont captifs du dollar. Ils n'ont légalement pas le droit de refuser son usage dans l'espace contrôlé par la banque centrale. Une perte de confiance dans la monnaie est, pour cette raison, à l'origine d'un effet de contagion beaucoup plus fort que lorsqu'il y a libre concurrence entre les monnaies commerciales. Dans un système centralisé, tout le monde prend conscience des risques au même moment. Tout le monde panique et l'effet domino s'engage.

Ainsi, on comprend pourquoi l'État a mis en place un système d'assurance dépôt. Il est indispensable dans un système qui fait prendre aux épargnants de tels risques. L'assurance dépôt est une réponse de l'État à la légalisation de la pratique des réserves fractionnaires. Dans un système de banque, il a été rappelé le rôle prépondérant des clients des banques, de la concurrence entre les banques et des actionnaires dans le contrôle du ratio crédit distribué/dépôt. L'assurance dépôt lève en partie l'ensemble de ces contrôles. Elle socialise les risques et renforce l'aléa moral. Elle a le même effet que l'assurance d'une intervention de la banque centrale en cas de situation d'illiquidité pour une banque. Elle n'incite plus le client à évaluer le risque d'insolvabilité de sa banque et à classer les banques en fonction de leur risque de défaut. En revanche, le client estime et compare les prix des autres services bancaires (location du coffre, gestion de ses titres...). Le banquier a alors intérêt à baisser les prix de ses services et de ses taux d'intérêt. Il sait que ses clients ne s'inquiètent plus de leur risque de défaut. Il vend alors encore plus de crédit sans épargne préalable, afin de rendre sa firme compétitive compte tenu des nouvelles règles du jeu monétaire. L'assurance dépôt place donc les banquiers dans un système concurrentiel qui les incite à créer de la mauvaise monnaie.

La création de crédits additionnels n'a plus qu'une limite : la décision discrétionnaire de la banque centrale. Quelles sont les limites de la banque centrale ? Autrement dit, quels sont ses objectifs ?

Officiellement, la banque centrale centralise l'ajustement de l'offre à la demande de monnaie. En fait, l'histoire de la banque centrale est indissociable de l'histoire des finances publiques et de l'État en général. Instituer un cours, c'est donner à l'État le moyen de capter une rente monétaire de seigneuriage qui est extrêmement utile en période de guerre et/ou de crise, autrement dit lorsque l'État est obligé d'emprunter sur les marchés financiers pour couvrir les dépenses qui ne le sont pas par l'impôt. Néanmoins, cette rente monétaire de seigneuriage n'est pas totale car la banque centrale ne possède pas un monopole mondial. Le cours légal ne s'applique que sur un territoire limité. La banque centrale est tenue de s'assurer que la qualité de sa monnaie n'est pas moins bonne que la qualité de celle de ses principaux

concurrents. Elle doit ainsi limiter la création de monnaie, dans la mesure où les autres font de même.

La fixation d'un objectif de stabilité monétaire relève de cette stratégie des banques centrales pour défendre la qualité de leur monnaie. La concurrence entre les banques centrales limite le montant de la rente monétaire de seigneuriage sans écarter les situations de collusion entre elles. La réduction du nombre des monnaies est, en ce sens, un facteur favorable à la détérioration de la qualité de la monnaie. Ceci est d'autant plus vrai que l'objectif de stabilité des prix peut masquer des situations d'inflation cachée. En économie de marché et en l'absence d'une offre de monnaie supérieure à la demande, il est peu probable que les prix moyens soient stables. Les prix varient en fonction des consentements à payer des consommateurs et de la vigilance au profit des entrepreneurs aux opportunités de profit et aux déséquilibres de prix. Si les entrepreneurs réussissent par leurs activités d'innovation, d'arbitrage et/ou de spéculation à faire tendre les prix vers le bas, cela devrait se traduire par une baisse des prix et, logiquement, de la demande de monnaie. Si, dans cette situation, les prix restent stables, c'est que l'offre de monnaie est supérieure à ce qu'elle devrait être. Il y a de l'inflation cachée (Gentier, 2008 ; Selgin, 1997). Cette inflation cachée est d'autant plus dommageable qu'elle empêche les individus de prendre conscience de la crise et de réduire la longueur du détour de production. Elle explique que certaines crises vont être plus profondes que d'autres.

Dans cette perspective, la crise aurait deux causes : des taux d'intérêt artificiellement bas et la socialisation des risques en présence d'un banquier central. La partie qui suit se propose d'expliquer la crise de 2007 par ces deux causes.

ORIGINES DE LA CRISE DE 2007

Si l'on suit la théorie autrichienne contemporaine des cycles à l'origine d'une crise, il y a le niveau du taux d'intérêt. La crise de 2007 devrait trouver son origine dans une mauvaise appréciation des préférences temporelles des agents par les entrepreneurs. Tout découle de cet événement.

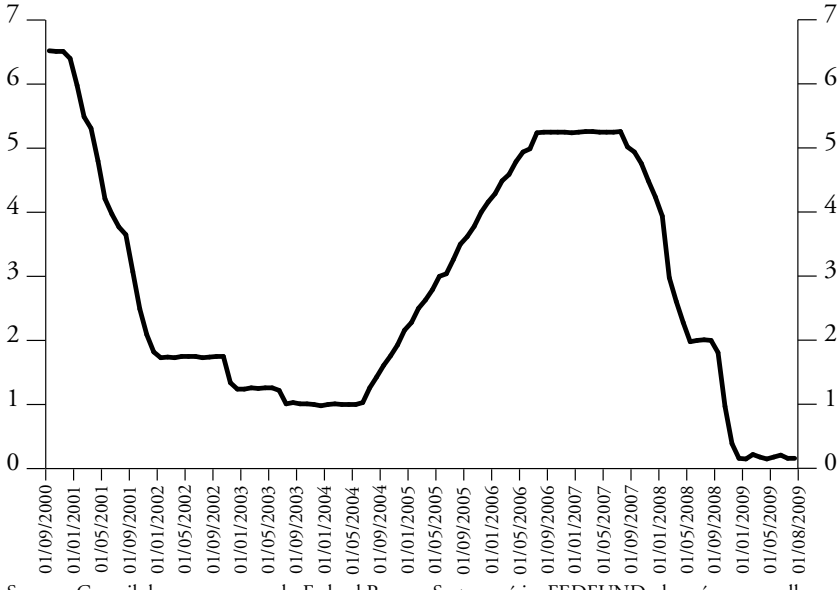
Cependant, l'ampleur de la crise de 2007 ne peut pas se résumer à ce principe général. Elle trouve aussi ses raisons dans des causes singulières propres aux contextes, aux techniques employées, aux innovations financières proposées par les établissements financiers et aux politiques publiques mises en œuvre aux États-Unis. La crise de 2007 a des causes singulières et une cause principale. Cette dernière est institutionnelle puisqu'à l'origine de la crise, il doit y avoir des taux d'intérêt artificiellement bas - et à l'origine de ces taux bas, il y a l'existence d'un

prêteur en dernier ressort - et des règles de droit favorables à la pratique des réserves fractionnaires et à l'imprudence des acteurs.

Une cause générique : la baisse des taux directeurs de la Federal Reserve

L'observation de l'évolution du taux d'intérêt des prêts de la Federal Reserve confirme qu'à l'origine de la crise, il y a eu une politique de crédit bon marché. Le banquier fédéral américain a baissé les taux d'intérêt à partir de septembre 2000, ce qui a conduit à la fixation de taux compris entre 1 % et 2 % de 2002 à 2004 (cf. graphique 1). Il a engagé cette politique de baisse artificielle des taux au début de l'année 2000.

Graphique 1
Évolution du taux d'intérêt de la Federal Reserve du 1er septembre 2000 au 1er août 2009
(en %)

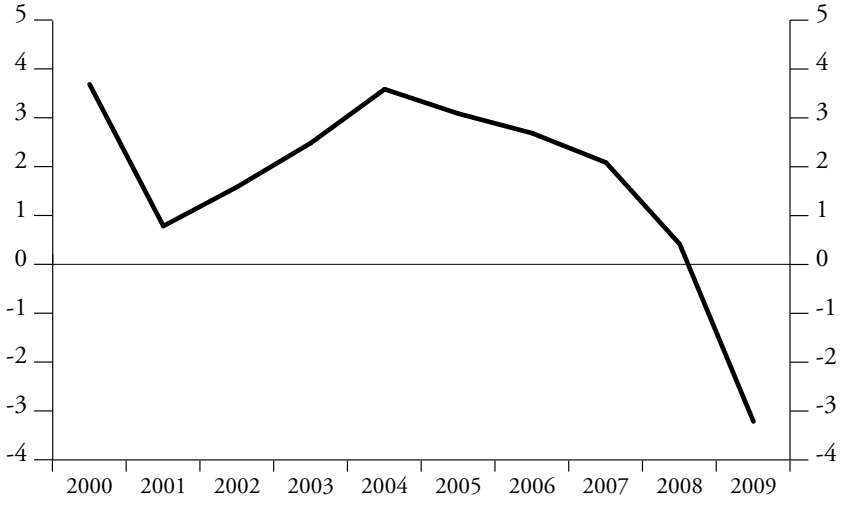


Source : Conseil des gouverneurs du Federal Reserve System, séries FEDFUND, données mensuelles.

Cette politique a permis un retour artificiel de la croissance américaine. À partir de 1991, date où leur taux de croissance était négatif (-0,2 %), les États-Unis ont connu dix années de forte croissance. En 1999, leur taux de croissance était de 4,5 %[3]. Il tombait à 3,7 % en 2000 et à 0,8 % en 2001. La politique de taux bas commence en 2000-2001 et se poursuit jusqu'en 2004, date à laquelle la Federal Reserve décide de remonter ses taux. La baisse des taux a bien eu l'effet

attendu et prévu par la macroéconomie du capital et l'ensemble de la théorie économique. La croissance fut soutenue. Les résultats en termes de croissance furent les suivants : 1,6 % en 2002, 2,5 % en 2003 et 3,6 % en 2004. À la fin de l'année 2004, la Federal Reserve décide de relever ses taux directeurs. Cette décision a également eu les effets annoncés par la théorie autrichienne contemporaine des cycles. Elle a provoqué le retournement et a engagé la phase de récession. Les taux de croissance sont décroissants (3,1 % en 2005, 2,7 % en 2006, 2 % en 2007 et 0,43 % en 2008), puis négatifs en 2009 (-3,2 %) (cf. graphique 2).

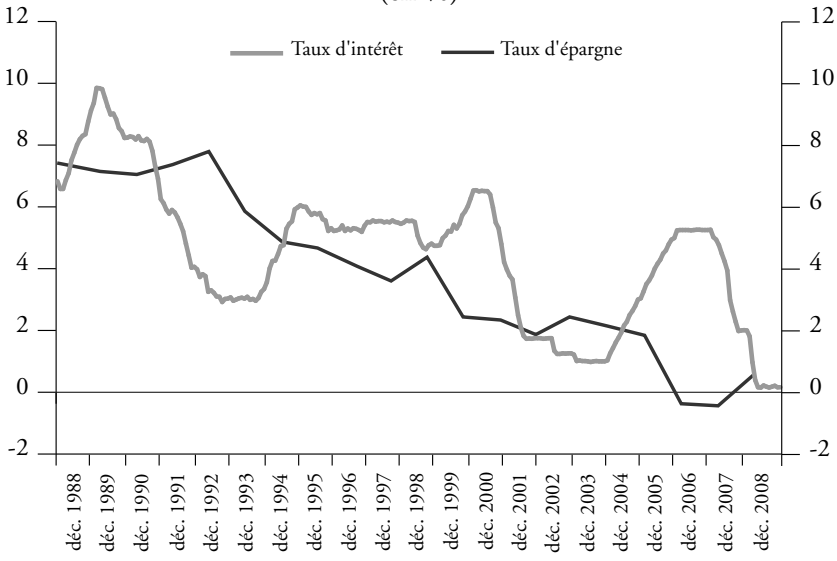
Graphique 2
Taux de croissance des États-Unis, 2000-2009
(en %)



Source : Banque mondiale, *GDP Growth (annual %)*, Quick Query, Indicateurs du développement dans le monde.

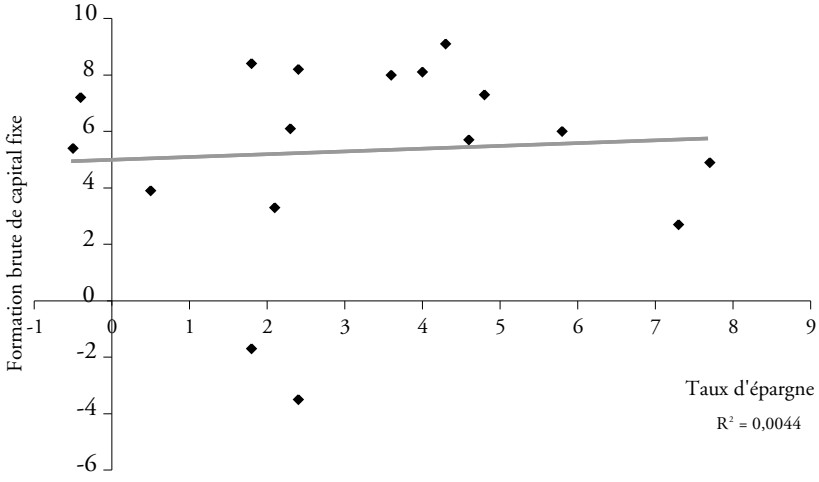
Dans ces conditions, le point de départ de la crise est bien le résultat de la variation des taux d'intérêt des prêts. C'est la hausse des taux qui provoque le basculement et la crise se propage lentement car avant les faillites des projets de long terme, tous les moyens pour les éviter ont été envisagés par les producteurs. Ces variations des taux étaient totalement artificielles. Elles n'étaient aucunement le reflet d'une variation de la propension à épargner des ménages américains (cf. graphique 3 ci-après). Elles ont même déconnecté l'épargne de l'investissement (cf. graphique 4 ci-après) et ont incité les Américains à s'endetter à l'intérieur (cf. graphique 5 ci-après) et à l'extérieur. Les ménages américains n'épargnent plus, mais s'endettent.

Graphique 3
Évolutions conjointes du taux d'épargne et du taux d'intérêt de la Federal réserve, 1988-2007
(en %)



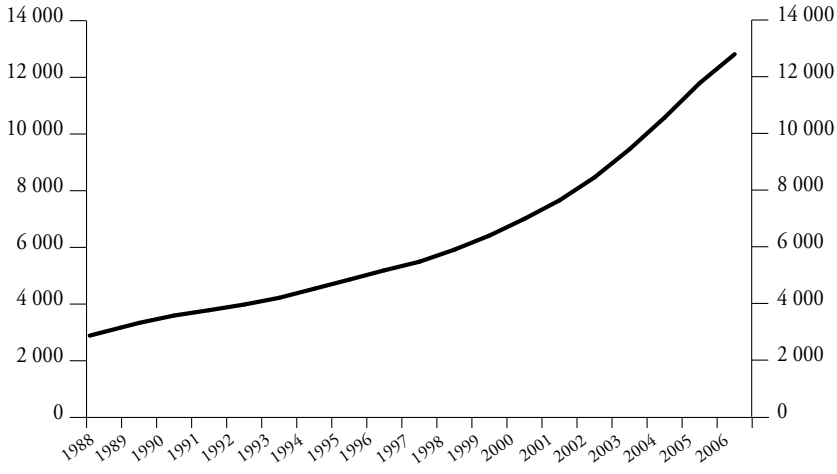
Sources : Conseil des gouverneurs du Federal Reserve System, séries FEDFUND, données mensuelles ; OCDE, *Economic Outlook,* vol. 2006/1, n° 79, juin.

Graphique 4
Relation entre la formation brute de capital fixe et le taux d'épargne des ménages pour les États-Unis, 1988-2007
(en %)



Source : OCDE, *Economic Outlook,* vol. 2006/1, n° 79, juin.

Graphique 5
Dette des ménages, 1988-2006
(en Md$)



Source : Federal Reserve, *Flows of Funds Accounts of the United States,* juin 2003 et juin 2005.

La cause générique de la crise américaine de 2007 est donc essentiellement la crise d'un modèle de croissance qui est, par nature, non soutenable. C'est une crise de la croissance par une politique de crédit bon marché. C'est la crise d'une économie de marché qui est privée d'informations sur les préférences temporelles des agents et qui est donc incapable de coordonner les plans de production et de consommation dans le temps.

Une cause accidentelle : la politique des subprimes pour les ménages les plus pauvres

L'ampleur de la phase de récession engagée en 2004 a aussi une cause accidentelle. Cette dernière s'insère bien dans la description autrichienne classique des cycles. Dans le cadre théorique autrichien, cette politique de taux bas doit favoriser l'augmentation des prix de certains biens (effet Cantillon). L'augmentation des prix n'est pas générale. Elle dépend du lieu d'entrée et de sortie de la monnaie dans le système économique.

Dans cette crise, le lieu d'entrée est le marché des biens immobiliers. La baisse des taux a rendu solvable la demande de biens immobiliers. L'obtention d'un prêt bon marché a rendu solvable la demande sans épargne préalable. La demande a augmenté et a provoqué, dans un premier temps, une hausse des achats (volume) et des prix des biens

immobiliers et, dans un deuxième temps, un déplacement des facteurs de production (travail, capital) vers ce marché afin de répondre à la demande. La hausse des prix de l'immobilier a provoqué un phénomène d'épargne forcée.

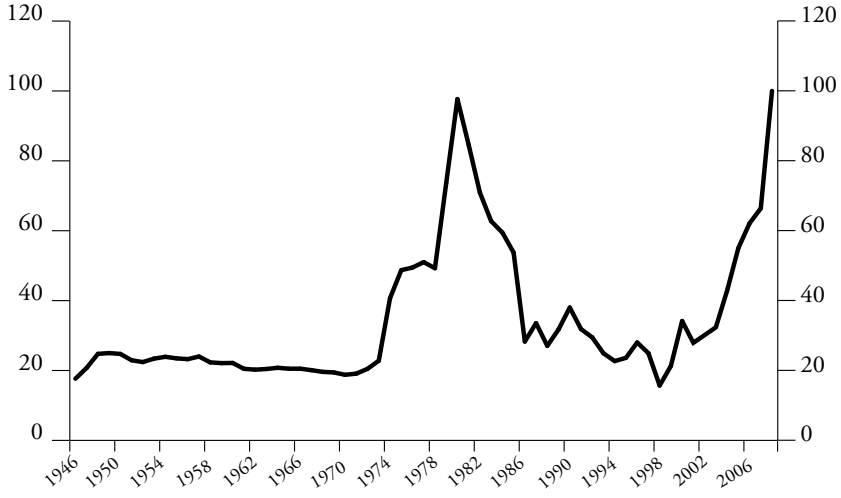
Les prêts bon marché ont augmenté le prix des biens de 100 à 200. Au lieu de payer 100, l'individu paye 200. En l'absence d'une baisse des taux, il ne pourrait pas acheter son logement, mais il le payerait moins cher. Il est ainsi obligé de le payer plus cher, de s'endetter plus. Ce haut niveau d'endettement enrichit le banquier et réduit le niveau de consommation d'autres biens, car l'individu consacre une part d'autant plus importante de son revenu que le prix du bien immobilier est élevé. Il est bien placé dans une situation d'épargne forcée. Il épargne en remboursant son prêt. Il résorbe ainsi une partie du déséquilibre entre investissement *ex ante* et épargne *ex ante*. Le montant de cette épargne forcée est d'autant plus important que les salaires et les facteurs de production affectés à la construction de logements ont tendance à augmenter (effet Ricardo).

L'augmentation du volume des moyens de paiement s'avère cependant insoutenable sur le long terme. La crise se déclenche lorsque les banques ne peuvent plus se refinancer à des taux bas et que le banquier central ne peut plus baisser ses taux. Les graphiques 1 et 2 (plus haut) indiquaient que c'était au mois de janvier 2004 que la Federal Reserve avait augmenté ses taux, et ce, pour deux raisons : le banquier central a souhaité écarter le risque d'inflation et réévaluer le dollar. L'évolution des taux d'inflation américains de 2000 à 2007 atteste que de 2001 à 2004, les prix ont eu tendance à augmenter : 3,38 % en 2000, 2,83 % en 2001, 1,59 % en 2002, 2,27 % en 2003, 2,68 % en 2004, 3,39 % en 2005, 3,24 % en 2006 et 2,85 % en 2007[4]. Si l'on ajoute à cette inflation explicite l'existence d'un phénomène d'inflation cachée, la politique de baisse des taux de la Federal Reserve de 2000 à 2004 était potentiellement porteuse de taux d'inflation élevés.

Cependant, les tensions inflationnistes de 2004 ne s'expliquaient pas seulement par de la création monétaire. Elles trouvaient aussi leurs origines dans la hausse du prix du pétrole (cf. graphique 6 ci-après). L'année 2004 a été celle de la hausse du prix du pétrole. Le banquier central américain avait tout intérêt à réévaluer le dollar afin de limiter la facture énergétique des États-Unis. La hausse des taux a ainsi confirmé la phase de réévaluation du dollar par rapport à l'euro, entamée en 2002. Après une longue phase de baisse, cette augmentation nécessaire des taux d'intérêt a aggravé l'endettement public des États-Unis, qui n'avait cessé d'augmenter depuis l'élection de Georges Bush. Elle a d'autant plus fragilisé le dollar que les

finances publiques américaines étaient déficitaires. Elle n'a pas permis au gouvernement fédéral d'exploiter sa rente monétaire de seigneuriage ; rente qui est historiquement toujours utilisée pour financer la guerre (en Irak et en Afghanistan, actuellement).

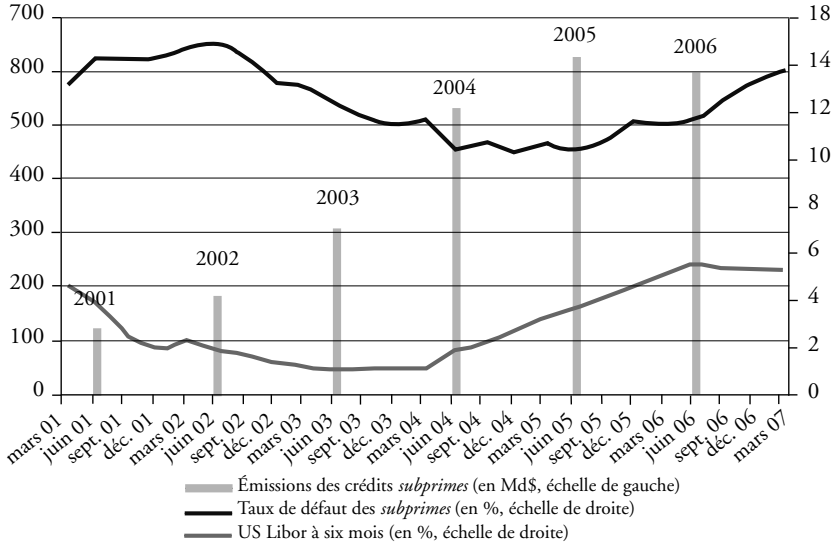
Graphique 6
Évolution du prix du pétrole brut, 1946-2008
(moyenne mensuelle en dollars -
corrigée de l'inflation 2007)



Source : *History of Illinois Basin Posted Crude Oil Prices* (voir le site : http://www.ioga.com/Special/crudeoil_Hist.htm).

Les premiers touchés par cette hausse des taux ont été les ménages endettés les plus pauvres qui avaient bénéficié de la politique des *subprimes* bonifiés. La plupart de ces *subprimes* associaient une première période à taux bonifiés, où le ménage ne remboursait pas de capital, avec une seconde période où le taux de crédit était variable, révisé en fonction des conditions de marché et où l'amortissement du crédit commençait (AMF, 2007). La hausse des taux a été immédiatement répercutée sur les prêts des plus pauvres et a provoqué des défauts de paiement. Le graphique 7 (ci-après) de l'Autorité des marchés financiers (AMF) de l'été 2007 montre cet effet (relation entre la courbe grise du bas et la courbe noire du haut).

Graphique 7
Évolution du marché des *subprimes*



Sources : Autorité des marchés financiers, DRAI - Département des études, *Lettre économique et financière,* été 2007 ; Datastream ; Inside Mortgage Finance.

Ces défauts de paiement ont affecté le refinancement des banques et l'ensemble du système financier parce que les banques américaines avaient adopté la technique de la titrisation de leur crédit et notamment de leurs *subprimes*. La titrisation consiste à transformer des crédits octroyés aux ménages par les banques en obligations qui sont garanties par les crédits achetés. Elles sont notées par des organismes spécialisés (organisme de notation) en fonction de leur niveau de risque, c'est-à-dire le risque de défaut de paiement sur les crédits de départ octroyés par les banques aux ménages (Berthat et Garabedian, 2007 ; Jacquillat, 2008). L'augmentation des risques de défaut sur les *subprimes* et le volume de ces prêts ont conduit les agences de notation à baisser leurs notes au milieu de l'été 2007. Cela a rendu le refinancement des banques plus difficile et a renforcé la hausse des taux et la pénurie de crédit (de Boissieu, 2008). La crise sur le marché du crédit s'est ensuite diffusée par contagion sur les marchés monétaires et financiers. La crise de 2007 est donc bien une crise d'excès de crédit dans sa forme classique et moderne (titrisation).

Une cause systémique : la socialisation des risques par la banque centrale

Ces enchaînements montrent que la politique de soutien de la croissance par des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes du gouvernement Bush a eu un effet positif à court terme, mais elle s'est terminée, comme l'annonce la macroéconomie du capital, dans une crise profonde. C'est bien le modèle de croissance du gouvernement américain et des élites bancaires de ce pays qui est en cause.

Cette crise révèle l'effet d'une économie où les autorités monétaires méprisent les variables réelles (épargne) et soutiennent qu'une croissance à crédit est soutenable, ce que la gravité de cette crise contredit. Elle montre aussi que la politique américaine n'était pas supérieure à la politique européenne, comme l'ont pourtant soutenu de nombreux économistes keynésiens (Creel et *al.,* 2005). L'emploi simultané par le gouvernement Bush d'une politique budgétaire et d'une politique monétaire expansionniste a conduit à la crise de 2007 et à une baisse du taux de croissance américain.

Un certain nombre d'économistes refusent cependant de désigner le banquier central et la politique économique du gouvernement Bush comme les responsables de la crise. L'actuel banquier central de la Federal Reserve (Bernanke, 2005) et un certain nombre d'économistes français (Moëc et Frey, 2006 ; Pollin, 2009) ont justifié cette politique de baisse des taux par la thèse de l'excès d'épargne ou du *saving glut*. Selon cet argument, le déficit extérieur des États-Unis et la hausse de l'endettement seraient dus à un excès d'épargne et à un déficit de distribution de crédit dans le reste du monde.

Cependant, la réalité ne permet pas de valider cet argument de circonstance dont le premier effet est de maintenir la confiance que les utilisateurs de dollars doivent avoir dans les autorités monétaires américaines. La confiance est en effet le seul lien qui unit la demande à l'offre de monnaie. Cet argument de l'excès d'épargne ne correspond pas non plus à la réalité car l'insuffisance de la croissance et/ou de la distribution de crédit dans le reste du monde ne s'explique pas par une croissance et un endettement américains plus élevés. La croissance américaine par rapport à la croissance du reste du monde est généralement inférieure et les crédits extérieurs dans le reste du monde sont de 1996 à 2009 plus élevés qu'aux États-Unis (Artus, 2008). Pour conclure ce point, cet argument est purement conjoncturel, car il ne permet pas d'expliquer pourquoi le banquier central a augmenté ses taux en 2004, alors que les fonds souverains issus de la hausse du prix des matières premières n'ont jamais été aussi élevés. Il ne fait donc qu'entretenir la crédibilité du banquier central et la confiance que les

agents doivent avoir dans les compétences du banquier central et son caractère visionnaire. La nomination en 2009 de Ben Bernanke, par le *Time Magazine*, comme homme de l'année participe de ce même besoin d'entretenir la confiance dans le système monétaire et le dollar. La méfiance serait la source d'une profonde dissonance et d'un écroulement du système monétaire, puisqu'il ne repose que sur la confiance que les épargnants accordent dans les individus qui gèrent l'offre de monnaie. Dans ces conditions, les tenants de la théorie de la banque centrale ne peuvent pas accepter que le banquier central ait fait une erreur. Il doit être presque omniscient et comprendre ce que les acteurs du marché ne comprennent pas. Il a en effet tout pouvoir, puisqu'il est, avec la demande de monnaie, la principale limite à la création monétaire. Le banquier central dirige la base monétaire, autrement dit les avoirs en monnaie banque centrale des banques commerciales. Lorsqu'une banque ne dispose pas de la quantité de monnaie banque centrale, elle emprunte sur le marché monétaire auprès des banques qui disposent d'un compte créditeur à la banque fédérale. La banque commerciale qui prête cette monnaie banque centrale doit en disposer. Ce qui signifie qu'une banque commerciale ne crée pas de monnaie si elle ne dispose pas des avoirs en compte à la banque fédérale qui lui permettent de faire face à la demande de monnaie de ses clients. C'est bien la banque centrale qui a tout le pouvoir. Elle facilite leur refinancement ou non. Il est ainsi difficile d'exonérer le banquier central de sa responsabilité dans la crise de 2007.

C'est l'une des plus grandes originalités de la théorie autrichienne contemporaine des cycles. Elle s'accorde sur de nombreux points avec les interprétations monétaristes de la crise et de celle d'Anna Schwartz en particulier (Carney, 2008), mais s'en distingue lorsqu'elle met en cause non seulement la décision du banquier central, mais aussi son existence même. La crise de 2007 est une crise systémique au sens de Plihon (2008), mais pas pour les mêmes raisons[5]. Elle est une crise du paradigme interventionniste sous toutes ces formes et non une crise du fondamentalisme de marché. Elle confirme que les carences du hors marché sont sans doute plus graves que les carences du marché. La crise n'est pas seulement le fait des pratiques des banques ou des opérateurs de marché (Sapir, 2008), elle est la conséquence d'un système qui donne aux banques le pouvoir de créer de la monnaie *ex nihilo*.

Le système monétaire américain est organisé autour de la Federal Reserve et de l'assurance dépôt. Il a toutes les carences décrites par la théorie autrichienne contemporaine des cycles. Depuis presque un siècle, les États-Unis ont un prêteur public en dernier ressort.

C'est en 1913 que le Congrès élabore les bases de la banque centrale actuelle en votant le Federal Reserve Bank Act. Cette loi a été modifiée en 1978 par le Humphrey-Hawkins Act qui a donné à la Federal Reserve la mission de maintenir en moyenne une croissance des agrégats monétaires et la quantité de crédit compatible avec le potentiel de croissance de la production. Pour réaliser cet objectif, la banque centrale doit pouvoir contrôler la création de monnaie et entretenir la confiance que les individus accordent à une monnaie qui n'a plus aucun support matériel (comme l'or).

Les États-Unis ont aussi mis en place une assurance dépôt et une politique de réserves obligatoires[6]. En 1933, sous la présidence Roosevelt, l'État a créé la Federal Deposit Insurance Corporation (FDCI), afin de renforcer la confiance que les déposants pouvaient avoir dans leur système monétaire et le dollar. La FDCI avait pour objectif d'éviter les paniques bancaires en garantissant les dépôts bancaires. Elle ne possédait cependant qu'une quantité négligeable d'or nécessaire à la convertibilité du papier monnaie en or. Toutes ces mesures de protection ont donné confiance aux Américains dans le dollar. Elles les ont conduits à ne plus demander la convertibilité de leur dépôt en or. Cette confiance acquise, les autorités monétaires ont pu abandonner progressivement l'étalon or (1971) et créer un système monétaire qui ne repose que sur la confiance que les individus ont dans le dollar et les institutions qui l'encadrent. C'est ce système de pure confiance qui est aujourd'hui en crise. Il entretient une prise de risques excessive (aléa moral) et permet la fixation de taux d'intérêt directeurs totalement déconnectés des comportements d'épargne. Il explique pourquoi les États-Unis ont été confrontés à un risque d'effet domino en 2008, pourquoi ce sont finalement les contribuables qui payent les risques pris par les banques sous la tutelle de la banque centrale et pourquoi les décisions de cette dernière n'obéissent à aucune logique économique.

La théorie autrichienne contemporaine des cycles insiste sur le rôle joué par le prêteur public en dernier ressort dans l'instabilité des marchés monétaires et financiers. La banque fédérale contrôle la création monétaire. À ce titre, elle a aussi un rôle déterminant sur les marchés financiers, car il ne faut pas surestimer la pertinence de la distinction hicksienne entre économie d'endettement et économie des marchés financiers. Les banques restent au cœur de l'intermédiation. Elles mettent toujours en relation les agents ayant un besoin de financement avec les agents ayant une capacité de financement. Elles gèrent aussi le règlement des échanges financiers. Elles assurent, à ce titre, la liquidité des acteurs qui, grâce aux crédits qu'elles leur accordent, peuvent saisir les opportunités de profit de spéculation

et d'arbitrage qu'ils ont identifiées. Le comportement des banques reste donc essentiel pour comprendre l'instabilité financière. Les décisions de la Federal Reserve sont, dans ces conditions, extrêmement importantes pour comprendre l'instabilité des marchés financiers, car elles contraignent les décisions des banques commerciales et contrôlent par différents systèmes réglementaires leurs activités de création monétaire. C'est ce système qui a montré ses limites et a pris un risque d'effet domino que seul le contribuable a, *in fine*, pu assumer.

L'effet domino n'a été endigué que grâce à un appel massif à l'emprunt public, autrement dit aux contribuables d'aujourd'hui et de demain. La banque centrale socialise les risques et oblige le contribuable à payer pour des risques qu'il n'a pas souhaité prendre. En socialisant les risques, elle conduit les banques, comme l'explique la théorie autrichienne contemporaine des cycles, à prendre des risques qu'elles ne prendraient pas avec une chambre de compensation, un prêteur en dernier ressort privé. Elle prend le risque d'une faillite en chaîne. En acceptant la faillite de Lehman Brothers le dimanche 14 septembre 2008, le banquier central a déçu les anticipations des acteurs bancaires et financiers. La banque centrale a créé une panique et a fait craindre un effet domino. La faillite de Lehman Brothers a déstabilisé l'assureur AIG (Barr et Spence, 2008), a conduit à l'absorption de Merrill Lynch par Bank of America et Morgan Stanley et a atteint la confiance des épargnants vis-à-vis de Goldman Sachs qui est la première caisse d'épargne et la sixième banque américaine (Washington Mutual). La possibilité de voir les établissements bancaires américains s'effondrer tels des dominos était devenue crédible (Sapir, 2008). L'organisation du système monétaire depuis le début du XX^{ème} siècle fait que seuls le banquier central et l'État peuvent empêcher cet effet d'exister parce que le pouvoir politique s'est octroyé ce pouvoir. Il n'est alors pas étonnant de voir le banquier central et l'État se démener pour trouver une solution. Ils sont légalement les garants de la stabilité monétaire et d'une croissance vertueuse. Ce n'est pas, en ce sens, aux acteurs du marché de trouver des solutions. Ils ont été écartés au profit d'une régulation publique. Ainsi, il n'est pas étonnant que les autorités publiques américaines, le Trésor et la Federal Reserve aient engagé une politique de nationalisation partielle d'un certain nombre d'entreprises privées et d'AIG en particulier (à hauteur de 80 %). C'est dans l'essence même des institutions de faire payer les risques systémiques par les contribuables. Si l'on souhaite que les financiers et les banquiers payent ce risque, il faut revenir à un prêteur privé en dernier ressort (chambre de compensation) et à un principe d'individualisation des pertes et des profits. La constitution d'une « caisse de

défaisance » dotée de 700 Md$, dont l'objectif est d'acheter aux banques les mauvais actifs détenus par le système bancaire et les sociétés d'assurance américaines, relève de ce même paradigme interventionniste.

De la même manière, il n'est pas étonnant de voir le système d'assurance dépôt fonctionner en période de crise et se tourner à nouveau vers les contribuables pour payer les pertes liées aux « sur-risques » pris par les banques sous le contrôle du banquier central. Il est indéniable que le système d'assurance dépôt a joué son rôle. Il a été négatif et positif. Il a été négatif avant la crise, parce qu'il a levé les craintes des déposants vis-à-vis de la pratique des réserves fractionnaires. Les clients ne craignent plus autant une mauvaise gestion bancaire car ils savent que l'État *via* le FDCI se portera garant pour la banque. Le FDCI garantit les dépôts bancaires faits aux États-Unis jusqu'à concurrence de 200 000 dollars en 2009 (Cypel, 2009). Ce fonds a pour effet d'entretenir la confiance des Américains dans leur système bancaire, alors qu'un nombre important de ces banques est menacé d'un risque de défaut. Le 24 novembre 2009, le FDCI affichait un solde négatif de 8,2 Md$[7]. Ce déficit avait pour cause la faillite de 128 banques depuis le début de l'année 2009. Il n'a pu être résorbé que par le paiement en avance des primes de banque et un appel au Trésor américain. Cette politique entretient ainsi le déficit public des États-Unis et oblige la politique monétaire à soutenir l'activité de crédit des banques afin qu'elles fassent à nouveau des bénéfices en vendant du crédit. Elle accroît ainsi à nouveau les risques de défaut des banques et l'ampleur des aides financières qu'il faudra mobiliser pour y faire face. C'est à nouveau le contribuable qui paye les risques de défaut des banques. Contrairement aux clients des banques, le contribuable a cependant une idée assez vague de ce que lui coûte cette crise (illusion fiscale). Il garde sa confiance dans le dollar et l'État et doute de l'efficacité des banques et de la compétence des banquiers ainsi que de leur probité, alors qu'il devrait mettre en doute l'efficacité de la gestion sur le moyen et long terme de la banque centrale. Les observateurs de la vie économique focalisent à nouveau leur critique sur les comportements des acteurs des marchés monétaires et financiers, alors que ces derniers agissent dans le cadre d'un système de cours légal, de prêteur public en dernier ressort, de réserves obligatoires et d'assurance dépôt qui modifient totalement leurs anticipations et leurs stratégies d'enrichissement. La crise de 2007 est donc aussi une crise systémique. Elle est la preuve que le banquier central peut engager l'ensemble de l'économie sociale de marché dans une crise grave. L'État américain et la collusion des États ont sans doute encore eu les moyens de l'endiguer, mais la question qui se pose désormais est de savoir pour combien de temps encore.

LES LEÇONS DE LA CRISE

La théorie autrichienne contemporaine des cycles ne conduit pas à apprendre la même chose de la crise que les autres approches. Elle craint les effets des politiques keynésiennes qui préparent à moyen et à long terme l'avènement d'une crise encore plus profonde et se démarquent des positions en présence.

Le sauvetage du système par l'endettement public n'est que temporaire parce qu'il ne rétablit pas la connexion entre l'épargne et les taux d'intérêt de chaque monnaie nationale ou de banque et qu'il ne s'attaque pas à l'origine du mal, le monopole public de l'État sur la monnaie. Ces politiques conjoncturelles n'empêchent toujours pas les banques et les établissements financiers de faire prendre des risques forcés aux épargnants petits ou grands. Il est possible, alors que les plus riches réussissent à se protéger, que les petits épargnants se retrouvent ruinés par un système qui en socialisant la gestion des risques prend le risque d'un effondrement (effet domino). La gestion des risques financiers ressemble alors à la gestion des risques nucléaires. Elle repose uniquement sur la confiance que les épargnants ont dans leurs dirigeants, dans leurs élites. Il suffit qu'ils défaillent pour que tout le système explose. C'est ce qu'un système décentralisé par les prix et fondé sur la propriété privée peut éviter, car il individualise les risques et interdit à quelques individus de prendre des risques pour les autres.

La position autrichienne se démarque par ailleurs des positions orthodoxes et radicales. La position de l'orthodoxie monétaire est bien présentée par Bhattacharya (2009) du FMI. Elle soutient que la crise a révélé les dysfonctionnements des marchés financiers et les défaillances généralisées de la régulation de ces marchés. Les leçons de la crise sont les suivantes. Elle doit nous permettre de repenser les effets de la dérégulation, les carences de la réglementation et de développer une régulation concertée de l'économie mondiale (Bhattacharya, 2009). Cette position est reprise par des économistes comme de Boissieu et Lorenzi (2009) qui proposent de créer une instance de coordination économique mondiale. Une telle proposition suppose que la coordination par un système décentralisé par les prix, animée par une multitude d'entrepreneurs, est défaillante. Elle conduit à plus de réglementation et moins de libertés économiques. Elle s'accompagne de mesures comme : lisser les bonus, exiger des fonds propres accrus des banques, surveiller les agences de notation et/ou faire appliquer des règles d'approvisionnement moins déstabilisantes. Elle repose sur l'hypothèse que la généralisation des systèmes de banque centrale n'a eu que des effets positifs sur la stabilité des marchés et des économies

nationales. La multiplication des crises et la gravité de la crise de 2007 peuvent conduire à penser le contraire. La position de l'orthodoxie régulationniste et radicale est qu'il s'agit d'une crise systémique qui remet en cause le modèle de croissance néolibéral des États-Unis et plus généralement l'idéologie de la transparence des marchés (Orléan, 2009a). Son message est globalement que la crise de 2007 doit marquer la fin du fondamentalisme de marché, autrement dit des politiques de libéralisation.

La théorie autrichienne contemporaine des cycles se démarque de ces deux positions et tend à les réunir dans une même famille : l'interventionnisme. Elle rappelle quelques résultats classiques de la théorie économique et les pousse jusqu'à leur terme.

Tout d'abord, la théorie autrichienne rappelle les fondamentaux de la théorie classique sur l'épargne et son importance pour le sentier de croissance d'une économie. Elle focalise l'attention sur une forme d'alliance entre les orthodoxies régulationnistes et classiques qui entourent les systèmes monétaires hiérarchisés autour d'une banque centrale. Alors que la principale leçon à tirer de la crise de 2007 est que les économies mixtes sont désormais entrées dans une crise grave qui révèle leur fragilité et leur instabilité, les théoriciens orthodoxes, autrement dit l'État, y voient, soit un moyen de renforcer le pouvoir des experts (économistes) sur les banques et les établissements financiers afin de négocier des avantages en nature ou monétaires (postes de régulateur), soit un moyen de redistribuer des richesses à d'autres groupes constituant la population (les salariés).

Ensuite, la théorie autrichienne insiste sur l'effet d'un prêteur public en dernier ressort sur la gestion des risques bancaires. Elle n'ignore pas l'effet de la banque centrale sur la gestion du phénomène d'aléa moral, mais estime que cela ne remet pas en cause l'existence du banquier central. Elle estime que la stratégie de la banque centrale doit être corrigée, car le filet de sécurité s'est élargi et l'aléa moral s'est approfondi. La solution serait d'entretenir l'incertitude sur le refinancement en cas de faillite potentielle. Face à l'aléa moral, il faudrait créer une ambiguïté et repenser le positionnement d'une banque centrale nationale face à une crise mondiale (Jeffers, 2009). On retrouve ainsi l'idée qu'il faut gérer un problème global par une instance mondiale. La réaction de l'économie politique interventionniste est classique. Face à un échec de politique publique, la solution n'est pas de s'interroger sur l'effet de l'intervention, mais sur la manière dont il est possible de changer ses modalités afin d'améliorer ses performances.

L'école autrichienne contemporaine estime, au contraire, qu'il faut réformer les institutions, car l'État et la banque centrale sont à l'origine du risque de l'effet domino. À court terme, leurs actions ont sauvé

l'économie mixte et ses modèles, mais nous sommes en présence d'un pompier incendiaire. Les banques centrales et le gouvernement font croire qu'ils ont éteint l'incendie quand la maison brûlait, mais ils cachent à l'opinion qu'ils sont à l'origine de l'incendie en ayant adopté le cours légal et hiérarchisé le système monétaire autour d'une banque centrale. Ils sont légitimes aux yeux de l'opinion publique parce qu'ils font croire qu'ils sont face à un marché, des investisseurs financiers totalement autonomes, alors que le marché financier actuel est le résultat d'un modèle économique où la monnaie est un bien national. L'école autrichienne contemporaine soutient aussi les ordres décentralisés par les prix contre les ordres centralisés. Face à un problème global comme la stabilité des marchés, elle milite en faveur d'une solution locale.

La crise de 2007 doit ainsi nous obliger à nous interroger sur les pratiques des banquiers centraux, mais aussi sur les effets du système de banque centrale sur les stratégies des banques, de leurs clients et de la prise de risques. C'est la principale leçon que l'on doit tirer de cette crise.

NOTES

1. Bertrand Jacquillat (2008) disait : « Depuis vingt ans, on ne compte pas moins de neuf crises : la crise boursière du 10 octobre 1987, celle des *savings and loans* américains en 1990, la faillite de la banque Barings en 1995, la crise thaïlandaise, puis celle de l'ensemble des pays du Sud-Est asiatique en 1997, la crise russe de 1998, l'éclatement de la bulle Internet en 2000-2001, la perte de 6 Md$ du fonds Amaranth en 2006 et la crise financière de 2007 ».

2. Le taux d'intérêt est une approximation du taux d'intérêt originaire, c'est-à-dire « du rapport entre la valeur attribuée à la satisfaction dans le futur immédiat et la valeur attribuée à la satisfaction du même besoin dans des temps plus éloignés » (Mises, 1966, 1985).

3. Source : Banque mondiale, *GDP Growth (annual %),* Quick Query, Indicateurs du développement dans le monde.

4. Voir le site : http://inflationdata.com.

5. Une crise systémique suppose une crise idéologique et intellectuelle (celle du fondamentalisme de marché), une remise en cause du paradigme de la finance moderne (titrisation et produits dérivés) et la remise en cause de toutes les composantes du système financier.

6. La politique des réserves obligatoires est un instrument de contrôle. Elle oblige les banques à déposer une partie de leurs fonds à la banque centrale en compte bloqué qui ne rapporte aucun intérêt, une part de leurs stocks de monnaies centrales qui représente une proportion déterminée de leurs dépôts. La banque centrale fixe ainsi le montant maximum de crédit que peuvent consentir les banques. Un coefficient de réserve oblige les institutions assujetties à détenir à la banque centrale certains types d'actifs financiers considérés comme des actifs de réserve. Ce coefficient a pour mission de limiter la création de crédits sans transfert préalable d'épargne. Il est une règle à but prudentiel. Il assure normalement les déposants

d'une protection de leurs avoirs. Les banques étaient contraintes de maintenir un niveau suffisant de liquidités, non rémunérées, en proportion des dépôts reçus du public (Alleron, 1996). Le système des réserves obligatoires a fait l'objet de vives critiques de la part des monétaristes et des milieux financiers américains. L'influence des monétaristes aux États-Unis durant les années 1980 a sans doute inspiré ce mouvement d'allégement des réserves obligatoires dans le monde et aux États-Unis. Un coefficient de 0 % pour l'ensemble des dépôts à terme, de 0 % à 3 % ou 10 % pour les comptes à vue depuis avril 1992 en fonction des montants. Depuis cette loi, les réserves pèsent donc beaucoup moins sur les banques. Cette politique repose sur la même obsession de la croissance à court terme quel qu'en soit le prix à payer sur le long terme. Il est intéressant de noter que sous couvert de donner plus de liberté aux banques, ce que certains pourraient appeler un programme de libéralisation, on ne fait que répondre positivement aux groupes d'intérêt des établissements bancaires qui ont tout intérêt à voir cette règle prudentielle disparaître. Le résultat de cette législation fut l'affaiblissement de la prudence et la levée d'un frein à la création de monnaie crédit sans transfert d'épargne. Mais cette manière de présenter les choses tend cependant à exonérer la banque centrale de ses responsabilités dans la crise.

7. Source : Agence Reuters.

BIBLIOGRAPHIE

ALLERON M. (1996), « État des lieux de la réglementation en matière de réserves obligatoires dans dix-sept pays », Banque de France, *Bulletin,* 2ème trimestre, supplément études.

AMF (2007), « Marchés du crédit », Direction de la régulation et des affaires internationales (DRAI), Département des études, *Lettre économique et financière,* été 2007.

ARTUS P. (2008), « Avec le recul de la crise, que penser des théories qui justifient le déficit extérieur des États-Unis ? », Natixis, Recherche économique, *Flash économie,* n° 559, 8 décembre.

BARR A. et SPENCE J. (2008), « AIG Reportdelly Seeks $40 Billion Loan from Fed », *Market Watch,* 15 septembre.

BERNANKE B. (2005), « The Global Saving Glut and the US Current Account Remarks at the Sandridge Lecture », Virginia Association of Economics (Richmond - Virginie), 10 mars.

BERTHAT F. et GARABEDIAN A. (2007), « *Hedge Funds :* le G7 face aux banques », *L'Agefi hebdo,* février.

BHATTACHARYA A. (2009), « La mondialisation financière se heurte à la crise », *Finances et Développement,* mars.

BÖHM-BAWERK E. (1902), *Histoire critique des théories de l'intérêt du capital,* Paris : Giard.

BÖHM-BAWERK E. (1929), *Théorie positive du capital,* tome I, Paris : Giard.

CARILLI A. M. et DEMPSTER G. M. (2001), « Expectations in Austrian Business Cycle Theory : an Application of the Prisoner's Dilemma », *The Review of Austrian Economics,* vol. 14, n° 4, pp. 319-330.

CARNEY B. M. (2008), « Bernanke Is Fighting the Last War. Everything Works Much Better when Wrong Decisions Are Punished and Good Decisions Make You Rich », *The Wall Street Journal,* 18 octobre.

CASTEL M. et PLIHON P. (2009), « Revoir le rôle des banques centrales », *Revue d'économie financière,* n° 94, pp. 241-250.

CREEL J. et *al.* (2005), « Doit-on oublier la politique budgétaire ? Une analyse critique de la nouvelle théorie anti-keynésienne des finances publiques », *Revue de l'OFCE,* vol. 92, pp. 43-97.

CYPEL S. (2009), « Accès au crédit : une Amérique à deux vitesses », *Le Monde,* 8 septembre.

DE BOISSIEU C. (2008), « Premiers enseignements d'une crise financière inachevée », *Sociétal,* n° 59.

DE BOISSIEU C. et LORENZI J.-H. (2009), « La réunion de Pittsburgh ou le sommet de la dernière chance », *Le Monde,* 19 septembre, p. 25.

FACCHINI F. (2004), « La théorie autrichienne des cycles : une théorie de la récurrence des erreurs collectives d'anticipation », *L'actualité économique,* vol. 20, n° 3, mars.

GARRISSON R. (2001), *Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure,* Foundations of the Market Economy, Londres : Routledge.

GENTIER E. (2006), « Liberté monétaire et liberté bancaire : une synthèse », in *L'homme libre. Mélanges en l'honneur de Pascal Salin,* éditions les Belles Lettres.

HAYEK F. A. (1931), *Prices and Production,* 1ère édition, Londres : Routledge ; traduction française sous le titre *Prix et production,* Paris : Calmann-Lévy (1975).

HAYEK F. A. (1976), « Choice in Currency. A Way to Stop Inflation », The Institute of Economics Affairs, *Occasional Paper.*

HUERTA DE SOTO J. (2006), *Money, Bank Credit and Economic Cycles,* Ludwig von Mises Institute, 2ème édition, traduit de l'espagnol en anglais par Stroup M. A.

HUERTA DE SOTO J. (2009), *L'École autrichienne. Marché et créativité entrepreneuriale,* traduit de l'espagnol, Paris : Institut Charles Coquelin.

JACQUILLAT B. (2008), « Pour de nouvelles règles de gouvernance des institutions financières », *Revue d'économie financière,* hors-série.

JEFFERS E. (2009), « Action du prêteur en dernier ressort : qu'avons-nous appris lors de cette crise ? », *Revue d'économie financière,* n° 94, pp. 241-250.

KLEIN B. (1974), « The Competitive Supply of Money », *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 6, novembre, pp. 423-453.

MISES L. (1936), « La théorie dite autrichienne du cycle économique », *Bulletin périodique de la Société d'études et d'expansion,* vol. 35, n° 103, décembre, pp. 459-464.

MISES L. (1966, 1985), *L'action humaine,* PUF, collection Libre échange, traduction française de la version de 1966.

MOËC G. et FREY L. (2006), « Global Imbalances, Saving Glut and Investment Strike », Banque de France, *Occasional Papers,* n° 1, février.

MULLIGAN R. F. (2006), « An Empirical Examination of Austrian Business Cycle Theory », *Quarterly Journal of Austrian Economics,* vol. 9, n° 2, pp. 69-93.

ORLÉAN A. (2009a), *De l'euphorie à la panique : penser la crise financière,* collection du CEPREMAP, édité par Rue d'Ulm, mai.

ORLÉAN A. (2009b), « Liquidité et fluidité excessives, à la racine de la crise. Il faut segmenter les marchés pour limiter les risques », *Le Monde,* 19 septembre, p. 24.

PLIHON D. (2008), « Lutter contre l'instabilité financière : pour un aggiornamento de la théorie et de la régulation financière », *Revue d'économie financière,* hors-série.

POLLIN J.-P. (2008), « De la crise financière à la récession : une lecture à la Bernanke », *Revue d'économie financière,* hors-série.

POLLIN J.-P. (2009), « Pour une révision du procès fait à Alan Greenspan », *Revue de l'OFCE,* n° 110, juillet.

SAPIR J. (2008), « Une décade prodigieuse. La crise financière entretemps court et temps long », *Revue de la régulation, capitalisme, institution, pouvoirs,* n° 3.

SELGIN G. (1997), *Less Than Zero,* Institute of Economics Affairs, Londres.

TIMBERLAKE R. H. (1984), « The Cenral Banking Role of Clearing House Associations », *Journal of Money, Credit and Banking,* vol. 16, pp. 1-15.