

Retour sur la crise et les politiques mises en œuvre

François Facchini

Professeur Agrégé des Universités, UP11 et économiste associé au Centre d'Economie de la Sorbonne (UP1)

La crise de 2007 est généralement associée en France à récession i.e. à des taux de croissance négatif ou proche de zéro (Figure A.1 Annexe¹), à une augmentation du taux de chômage (Figure A.2 Annexe) et plus généralement à une perte de confiance des électeurs dans les hommes politiques et leurs actions. Le taux d'abstention est généralement utilisé pour approximer cette perte de confiance (Figure A.3 Annexe).

La crise de 2007 n'est cependant pas la première. Elle est d'ailleurs souvent comparée à d'autres grandes crises. Elle serait pour Mendez et Tutin² comme la crise de 1907 le point culminant d'une période d'instabilité financière commencée trente ans plus tôt (1893). La comparaison la plus fréquente, cependant, est faite avec la crise de 1929 autrement appelée grande crise. Comme dans les années trente la crise est venue des Etats Unis (Cohen 2011, p.383³) et en aurait son ampleur. Il est difficile, néanmoins, de comparer le capitalisme de la fin du XIX^e siècle et le capitalisme de ce début du XXI^e siècle tant les niveaux des dépenses publiques, des prélèvements publics obligatoires et le cadre juridique ont évolué durant tout le XX^e siècle. Les libertés économiques sont moins importantes aujourd'hui qu'à la veille de la première guerre mondiale et l'équilibre géo-politique issu de la seconde guerre mondiale a permis à un pays comme la France de vivre une longue période de paix qui contraste avec les trois guerres de la période 1870/1945.

Le mot crise n'est pas non plus neutre. Initialement, il appartient au vocabulaire des socialistes et de la théorie marxiste. Il renvoie à ce que la théorie marxiste appelle encore aujourd'hui une crise structurelle i.e. le moment où le capitalisme victime de ses contradictions s'effondre (Sismondi 1819 – 1827⁴, Marx 1847⁵, Georges 1881⁶ ou Bernstein 1899⁷). La crise de 2007 pourrait être analysée comme une crise du mode de développement (Boyer, 1986, 68)⁸ et/ou du mode de production dominant, autrement dit une crise organique (Boyer, 1986, 70). Peu d'auteurs ont cependant proposé ce type d'analyse. Le mot crise est plutôt interprété dans le cadre de la théorie des cycles. Dans ce cadre la crise est un moment du cycle. Elle n'est pas structurelle. Elle n'est pas systémique. Elle est le moment qui annonce la récession, mais cette dernière est mécaniquement suivie de l'expansion. De la loi de débouchés de J.B. Say (1803)⁹ à la thèse de Milton Friedman (1977¹⁰) selon laquelle la crise de 1974 n'était qu'une turbulence dans une économie prospère il y a cette même idée que la crise n'est qu'un moment du cycle – Prospérité – Crise (hausse des prix de revient déclin des profits, restrictions des crédits) – dépression – nouvelles prospérité. Ces

¹ Au deuxième trimestre 2013, le PIB en volume* augmente de 0,5 % après un recul de 0,2 % chacun des deux trimestres précédents. C'est la plus forte hausse depuis le premier trimestre 2011. L'acquis de croissance annuelle à mi-année est de +0,1 %.

² Mendez, Julien et Tutin, Christian. De la crise bancaire à la régulation : l'expérience américaine de 1907, *L'Economie Politique*, : 42-63.

³ Cohen Daniel, 2011/ La crise grecque, *Revue Economique*, 1/3, 62 : 383-394.

⁴ Sismondi (1819 – 1827) (2^e Ed.). *Nouveaux Principes d'Economie Politique ou de la richesse dans ses rapports avec la population*, Paris, Delaunay.

⁵ Karl Marx (1847), *Misère de la philosophie*, éd. Sociale, Paris (1968).

⁶ Henry Georges (1881), *Progress and Poverty, an inquiry into the cause of industrial depression and of increase of want with increase of wealth, the remedy*, New York)

⁷ Bernstein, E. (1899), *Socialisme théorique et social – démocratie pratique*, 2010, Les nuits rouges.

⁸ Boyer, R. (1986). *La théorie de la régulation : une analyse critique*, Agalma, La découverte, Paris.

⁹ Say, J.B. (1803), *Traité d'économie politique*, édition variorum des oeuvres complètes, Economica, cop. 2006.

¹⁰ Friedman, M. (1977). « L'inflation phénomène monétaire », dans *La crise : turbulences d'une économie prospère*, Dunod, Paris.

théories des cycles vident de leur sens le concept de grande crise. Tous ceux qui écartent l'hypothèse d'une grande crise ne s'accordent cependant ni sur l'origine des récessions ni sur ce qui peut être fait pour limiter ses coûts. Il y a ceux qui proposent de mieux anticiper les crises pour mieux les accompagner (Mourre 1962¹¹ ; Sauvy, 1962¹²). Il y a ceux qui estiment que l'Etat peut empêcher les crises s'il réussit à résoudre les défaillances du marché (Keynes 1936¹³, Pigou 1927¹⁴, Allais 1947¹⁵). Le retour à l'équilibre ne pourra jamais se faire automatiquement sans intervention de l'Etat parce que le capitalisme est structurellement défaillant : les conditions de l'équilibre général ne sont pas réunies, le mécanisme des prix ne réussit jamais à se placer à l'équilibre, et les inégalités conduisent à des situations de sur-épargne et de sous consommation. Les débats à l'intérieur des libéraux portent ainsi à la fois sur l'origine des crises (Pigou, 1927, Clark, 1934¹⁶) et la possibilité qui s'offre à l'Etat de les prévenir voir de les éviter. C'est généralement, dans cette perspective, que la plupart des économistes discute encore aujourd'hui des origines de la crise de 2007 et des politiques qui doivent être mise en œuvre pour rétablir la croissance économique d'une part et pour éviter dans le futur l'avènement de nouvelles crises, d'autre part.

Parmi les théories de cycles en présence, la théorie autrichienne contemporaine propose des prédictions de principe assez fidèles avec la chronologie des événements (White 2008¹⁷, Leijonhufvud 2009¹⁸, p.742, Robinson and Nantz 2009¹⁹, Facchini 2010²⁰, Mardini 2011²¹). La crise de 2007 répondrait à la séquence suivante: augmentation de l'offre monétaire de fonds prêtables, distorsions des prix relatifs, malinvestissement, surproduction dans le secteur des biens de capital durables. La première section de cette intervention décrit cette séquence et rappelle ses raisons d'être dans le cadre de la théorie autrichienne des cycles (Facchini 2004²²). Elle revient sur la crise.

Outre sa pertinence pour rendre compte de la crise actuelle la théorie autrichienne contemporaine des cycles permet aussi de réinterpréter la théorie *post-keynésienne* de la fragilité financière de Minski (1986). C'est parce que les coûts et la probabilité d'un risque de défaut de paiement sont limités par un ensemble de mesures institutionnelles et l'existence d'un prêteur en dernier ressort que le système financier est fragile et source d'instabilité économique, de cycle. La seconde section confronte ainsi la théorie autrichienne contemporaine des cycles à l'hypothèse dite de la fragilité financière du capitalisme non régulé.

La troisième section constate, cependant, que l'interprétation *post-keynésienne* est généralement partagée par les observateurs et les élites politiques qui gouvernent les grands Etats développés et la France en particulier. Cela explique la manière dont les gouvernements ont cherché à limiter les effets de la crise économique, à prévenir les crises par des réformes sur le cadre réglementaire des banques et des organisations financières et à rétablir la croissance économique afin de limiter ses conséquences sociales et politiques. Les crises sont, en effet, souvent à l'origine d'une sanction électorale qui est redoutée par la plupart des gouvernements. A court terme il est nécessaire alors de trouver des solutions qui parfois

¹¹ Mourre, C. (1936). *Les fluctuations de l'activité économique* : les périodes de longue durée et les crises, Librairie F. Alcan.

¹² Sauvy, A. (1962). *Conjoncture et prévision économique*, PUF, Paris.

¹³ Keynes, J.M. (1936).

¹⁴ Pigou, A.C. (1927), *Industrial fluctuations*, A.M. Kelley, 1967.

¹⁵ Allais, M. (1947). *Economie et Intérêt*, Librairie des publications officielles, Paris.

¹⁶ Clark, J.M. (1935), *Strategic factors in Business Cycles*, NBER. 1949, A.M. Kelley, Inc.

¹⁷ White, Lawrence H. (2008). How Did we Get into this Financial Mess ?, Cato Institute Briefing Papers, 110. November 18. http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=9788

¹⁸ Leijonhufvud, A. (2009). Out of the corridor: Keynes and the crisis, Cambridge Journal of Economics, 33, 741-757.

¹⁹ Robinson, S. and Nantz, D.P. (2009). Lessons to Be Learned from the Financial Crisis, The Journal of Private Enterprise, 25, 1, 5-22.

²⁰ Facchini, F. (2010). 2007: une crise systémique?, *Revue d'économie financière*, mars, pp.155-183.

²¹ Mardini, P. (2011) Analyse monétaire du cycle économique. Application à la grande récession de 2007-2010, Doctorat en Sciences Economiques, sous la direction de M. Philippe Nataf et Pascal Salin. Dauphine Université Paris. Laboratoire d'économie de Dauphine.

²² Facchini, F. (2004). «La théorie autrichienne des cycles : une théorie de la récurrence des erreurs collectives d'anticipation », *L'actualité Economique*, vol. 20, n°3, mars.

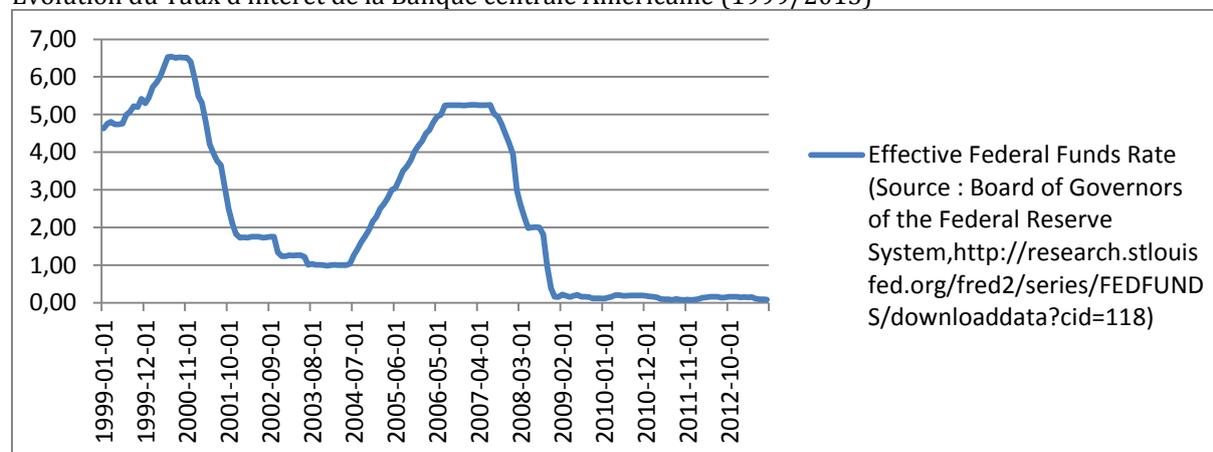
hypothèque le futur mais permettent de garder le pouvoir. Les crises ayant été expliquée comme une défaillance du capitalisme non régulé, les solutions préconisées et mises en place ont été la réglementation, le soutien de la demande par les dépenses publiques et des politiques monétaires de bas taux. La conséquence de ses politiques est l'apparition d'une profonde des finances publiques. La plupart des Etats et la France en particulier ont désormais des taux d'endettement public qu'elle n'avait pas connu depuis les grandes guerres. La théorie autrichienne des cycles conduit alors à diagnostiquer une nouvelle crise peut-être encore plus profonde, et un cercle vicieux des politiques économiques car l'endettement public empêche le retour à de politiques d'ajustement des taux à la variation de l'épargne déposées dans les banques.

Retour sur l'origine de la crise : une séquence fidèle aux prédictions de principe de la théorie autrichienne des cycles

Dans le cadre de la théorie autrichienne des cycles²³ on peut dire que la crise de 2007 s'explique essentiellement par l'action conduite par la banque fédérale américaine. Initiée par Mises et développée par Hayek elle est l'une des alternatives les plus crédibles contre le modèle keynésien²⁴. Lorsque le banquier central baisse les taux afin de soutenir la croissance il est à l'origine d'anticipations erronées de la part des investisseurs qui engagent d'importantes ressources pour répondre à une demande qui n'est solvable que parce que les taux sont artificiellement bas. Dès que les taux d'intérêt sont réajustés pour une raison ou une autre par le banquier central une grande partie des emprunteurs deviennent insolvable, les banques se retrouvent propriétaires de biens dont la valeur est très inférieure à leur prix initiale car l'offre de biens immobiliers est devenue bien inférieure à la demande. Cette situation met en péril l'équilibre financier d'un certain nombre de banques qui ne trouvent pas les moyens de se refinancer auprès d'autres organisations financières. Le système monétaire et financier est ainsi fragilisé. La figure 1 indique que la banque central américaine a bien mené une telle politique de bas taux jusqu'au milieu de l'année 2004 pour ensuite réajuster à la hausse ses taux.

Figure 1

Evolution du Taux d'intérêt de la Banque centrale Américaine (1999/2013)



Cette politique est bien connue. Elle consiste à soutenir la croissance par une politique monétaire expansionniste dont l'objectif est de favoriser l'investissement par une baisse du coût des crédits. A court terme il y a une phase expansionniste mais à moyen terme cela se finit par une crise puis une phase de récession. La figure 1 indique clairement que cette politique a été choisie en 2001 mais aussi en 2008 pour

²³ Pour une présentation de la théorie autrichienne des cycles : N. Gertchev 1^o octobre 2011 U. d'Autonme 7 octobre 2012, Le cycle économique, une conséquence de la manipulation de la monnaie.

<http://www.institutmolinari.org/2eme-edition-de-l-universite-d-1306.html>

²⁴ Pour une présentation de l'opposition entre Keynes et Hayek voir sur you-tube.

Round 1 : <http://www.youtube.com/watch?v=d0nERTFo-Sk>

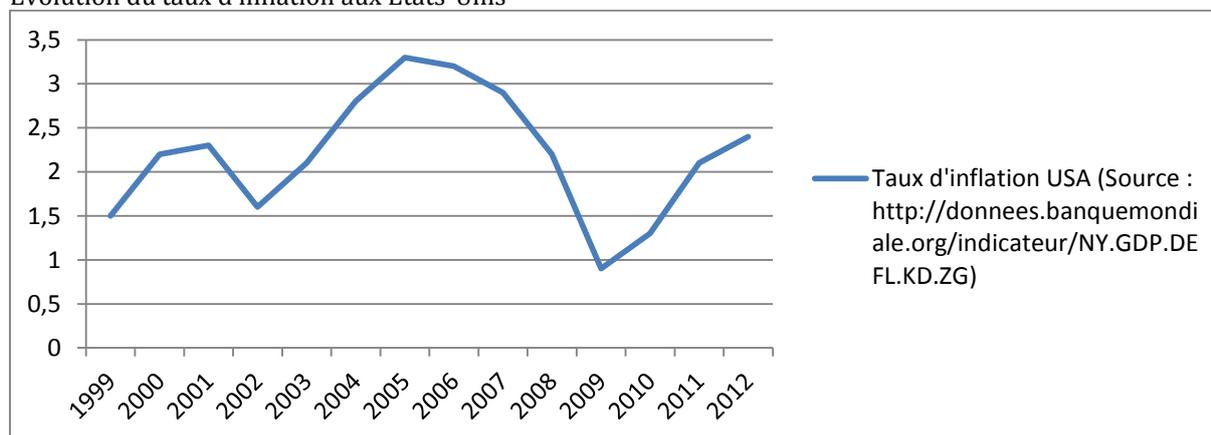
Round 2 : <http://www.youtube.com/watch?v=GTQnarzmTOc>

rétablir la croissance. La conséquence est un modèle de croissance fondée sur l'endettement privée des ménages et publique de l'Etat et de ses administrations.

En 2001 la politique monétaire des bas taux a été initiée par A. Greenspan alors Gouverneur de la Banque fédérale américaine. Les taux d'intérêt passent de 6,25% à 1,75% (Figure 1, Robinson et Nantz 2009, p.7). Comme aujourd'hui le taux d'intérêt avait une valeur négative, car il était en valeur nominal inférieur au taux d'inflation (Figure 2) (White 2008, p.3).

Figure 2

Evolution du taux d'inflation aux Etats-Unis

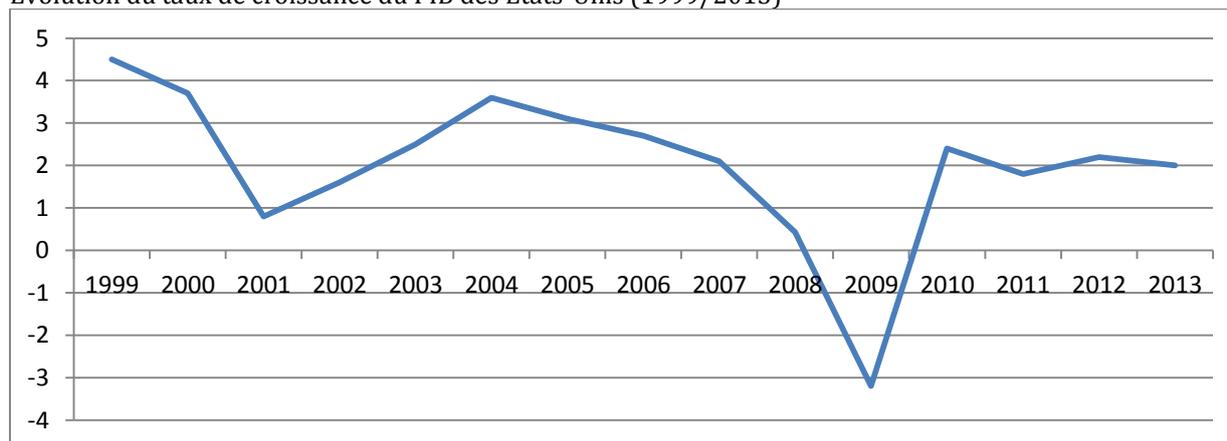


* L'inflation telle que mesurée par le taux annuel de croissance du déflateur implicite du PIB montre le taux de variation des prix au sein de l'économie dans son ensemble. Le déflateur implicite du PIB est le ratio du PIB en devises locales courantes par rapport au PIB en devises locales constantes.

Avec des taux aussi bas, il devenait irrationnel de ne pas s'endetter et de ne pas investir. L'augmentation du prix de l'immobilier et la construction de logements dans des villes peu développées mais financées par des prêts bonifiés par l'Etat ont renforcé ce mouvement (Robinson and Nantz 2009, p.8). La politique monétaire des bas taux a alors mécaniquement favorisé un retour temporaire de la croissance économique sur la période 2001/2004 (Figure 3).

Figure 3

Evolution du taux de croissance du PIB des Etats-Unis (1999/2013)

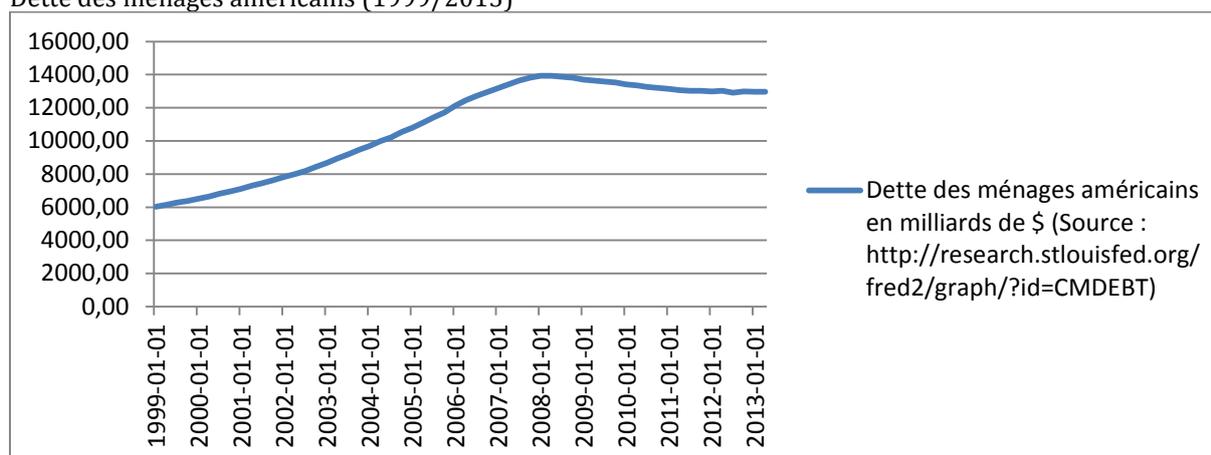


Source : GDP Growth rate (annual %) Quick Query World Development Indicators

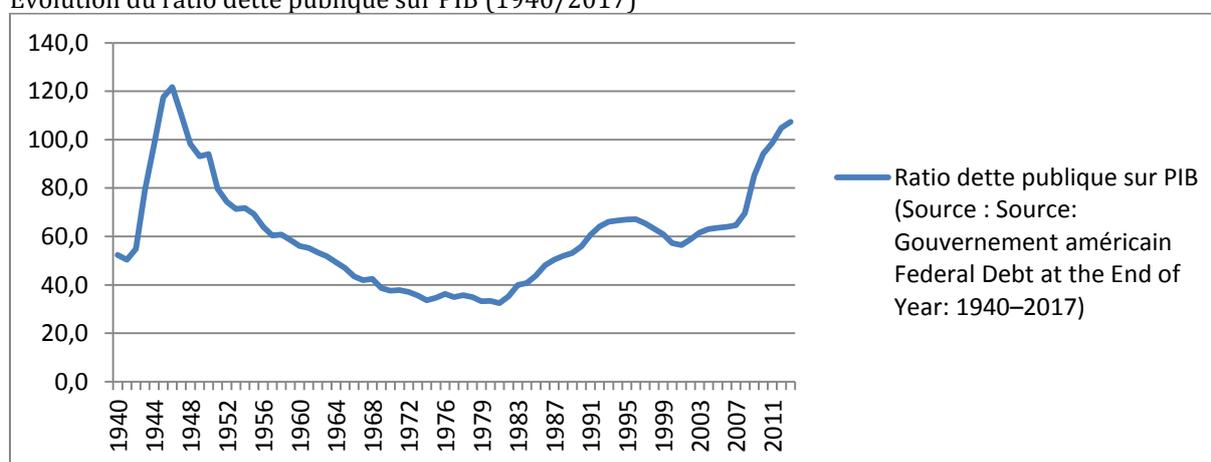
La contrepartie de cette croissance est un fort taux d'endettement des ménages (Figure 4) d'une part et des administrations d'autre part (Figure 5).

Figure 4

Dette des ménages américains (1999/2013)

**Figure 5**

Evolution du ratio dette publique sur PIB (1940/2017)



Ce retour de la croissance reste en 2001 et en 2008 artificiel, car il n'est pas dans les deux cas fondé sur un acte préalable d'accumulation ou d'épargne, mais sur une pure logique de la dette sans transfert préalable d'épargne. La politique des bas taux crée alors les conditions de réalisation d'une bulle immobilière et d'une crise.

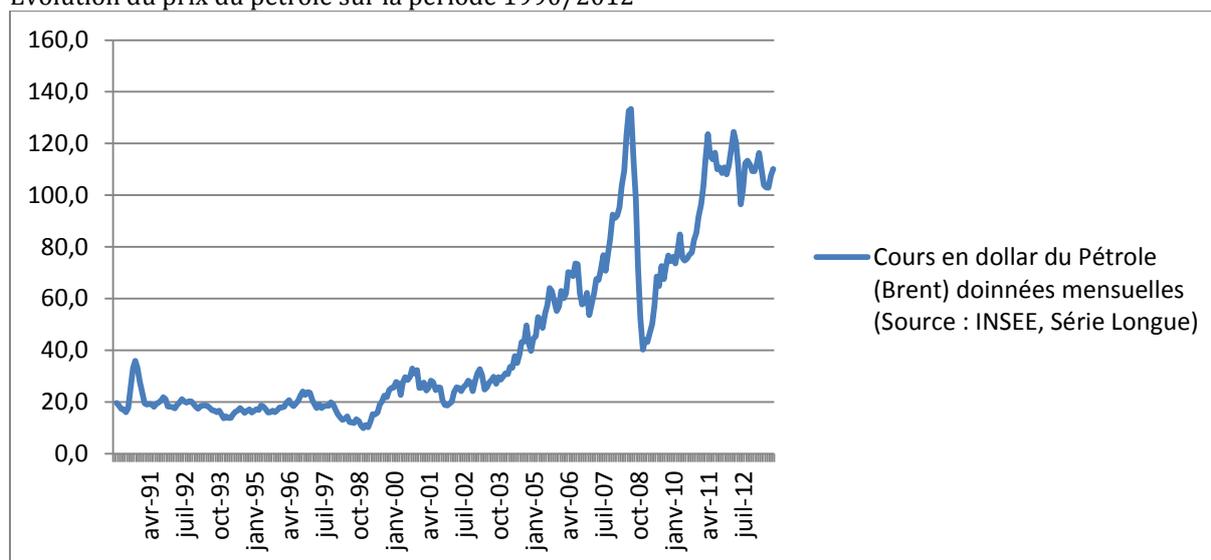
La crise survient dès que le banquier central décide de réajuster à la hausse de ses taux.. C'est cette décision qui a annoncé la phase de récession de 2008/2009. Pourquoi le banquier central a-t-il décidé cette hausse des taux ? Dans une perspective autrichienne cette hausse est souhaitable car plus le banquier central persiste dans sa politique de taux bas sans fondement en terme de quantité d'épargne plus il conduit les investisseurs à monter des projets de production qui ne répondent pas aux besoins des consommateurs. Si le banquier central ne décide pas d'augmenter les taux il accroît logiquement les phénomènes de *discoordination* inter-temporelle de son économie et in fine les risques d'instabilité.

Cette raison de fonds ne peut pas cependant expliquer les comportements d'un banquier central qui n'utilise pas par nature le modèle autrichien pour penser sa politique. Si le banquier central augmente ses taux c'est qu'il pense que les investisseurs n'ont plus besoin de sa politique de bas taux pour s'engager. Il pense même qu'il y a des risques d'inflation. Il est important de noter ici que les politiques de bas taux ne sont pas toujours compatibles avec l'objectif de stabilité des prix assignés aux banquiers centraux. Le banquier central américain en 2004 était confronté à ce risque inflationniste (Facchini 2010, p.172). Il existait en 2004 des tensions inflationnistes d'autant plus importantes qu'il existe, désormais une forte inflation cachée du fait des baisses de prix notamment obtenues grâce à l'importation de biens issus de pays à main d'œuvre à bas coûts et que la hausse du prix du pétrole était bien réelle en 2004 (Figure 6). On peut d'ailleurs rappeler sur ce point que toutes les grandes récessions aux Etats-Unis depuis 1929 coïncident avec une augmentation exceptionnelle du prix du pétrole : 1974, 1981 et 2007.

La banque fédérale provoque alors des défauts de paiement chez les agents les plus endettés, limite la capacité de financement des banques et élève le coût de la gestion de la dette publique pour l'Etat fédéral. La crise ne survient cependant qu'en 2007/2008 parce qu'entre le moment où les taux sont réajustés et le moment où les agents sont réellement mis en difficulté il y a un moment de latence, car avant la faillite des projets de long terme issus des investissements, les agents mettent tous les moyens en œuvre pour l'éviter. Une fois ces stratégies épuisées la cascade des défauts de paiement se met en place et fragilise le bilan des banques et *in fine* le système financier.

Figure 6

Evolution du prix du pétrole sur la période 1990/2012



La hausse des taux a, ainsi, confirmé la phase de réévaluation du dollar par rapport à l'euro entamée en 2002. Elle a aggravé l'endettement public des Etats-Unis et fragilisé à nouveau le dollar, les finances publiques américaines étant extrêmement déficitaires. Elle a placé, enfin, tous les agents qui avaient contracté des dettes pour profiter de taux d'intérêt réel négatif en situation difficile. Les premiers touchés sont les plus vulnérables autrement dit les ménages endettés les plus pauvres qui avaient bénéficié de la politique des prêts hypothécaires *subprimes* bonifiés²⁵. Ces derniers n'avaient pas les moyens d'acquiescer leur logement. Ils se sont trouvés alors surendettés et incapables dans la plupart des cas de rembourser leurs prêts. Cela a provoqué leur défaut de paiement. Ces défauts de paiement ont d'autant plus affecté le refinancement des banques et l'ensemble du système financier qu'elles avaient adopté la technique de la titrisation²⁶ de leur crédit et notamment de leurs crédits *subprimes*. 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 renforcé la hausse des taux et la pénurie de crédit. La crise sur le marché du crédit s'est, ensuite, par contagion diffusée sur les marchés monétaires et financiers (action). Elle a créé les conditions des deux années de récession de 2008/2009 et introduit le doute dans la capacité des institutions actuelles de rétablir les conditions d'une croissance stable.

La séquence décrite par la théorie autrichienne des cycles est donc relativement bien respectée. La crise de 2007 ne contredit pas les prédictions de principe de la théorie.

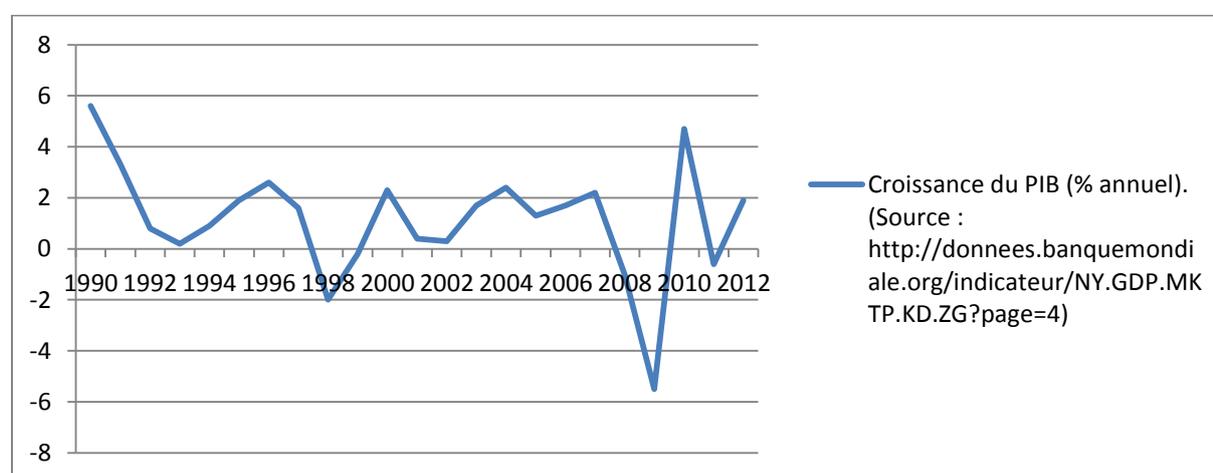
²⁵ La plupart de ces prêts *subprimes* associaient une première période à taux bonifiés où le ménage ne remboursait pas de capital avec une seconde période où le taux de crédit était variable, révisé en fonction des conditions de marché et où l'amortissement du crédit commençait (AMF, été 2007, p.5).

²⁶ La titrisation consiste à faire des crédits aux ménages octroyés par les banques des obligations. Ces obligations 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.

Cette explication de la crise conduit aussi à ne pas être optimiste pour l'avenir. La banque fédérale continue, en effet, de soutenir artificiellement la croissance américaine par une politique de taux d'intérêt réel négatif. Cette politique entretient l'endettement des ménages et des administrations publiques et fait à nouveau prendre un risque de défaut de paiement à l'ensemble des acteurs car les crédits distribués ne sont toujours pas assis sur un transfert d'épargne préalable. Nous ne sommes toujours en présence d'une croissance fondée sur l'accumulation de capital. Cette politique a à nouveau permis le retour d'une croissance autour de 2% (Figure 2), mais elle reste inadaptée, car les autorités gèrent une crise de l'excès de crédit par l'octroi de crédits supplémentaires (Mardini 2011, p.191). C'est incohérent économiquement parlant mais rationnel politiquement les hommes du gouvernement ont des objectifs de court terme. Ils cherchent uniquement à montrer à l'opinion publique qu'ils ont réussi à rétablir la croissance. Comme en 2004 donc la hausse des taux d'intérêt peut annoncer une nouvelle crise. Une telle stratégie n'étant pas adaptée elle va conduire à renforcer probablement la profondeur des crises et leurs nombres. Il n'est pas non plus absurde de penser qu'une telle aura pour même conséquence que celle que l'on peut observer au Japon des taux de croissance faibles compris entre 0 et 2, voir négatifs (Figure 7)²⁷. Aujourd'hui encore le Japon affiche un taux d'intérêt à court terme compris entre 0.09 et 0.33 sur la période 2003/2012 (Source : OCDE Banque du Japon, http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=MEI_FIN&Lang=fr#).

Figure 7

Evolution du PIB au Japon par rapport à l'année précédente en % (1990/2012)



Fragilité financière et banque centrale

La théorie autrichienne a, aussi, un autre message à délivrer lorsqu'elle analyse la crise de 2007 et la récession qui en a suivi. Elle a une autre interprétation de la fragilité financière décrite notamment par la théorie *post-keynésienne* des crises de Hyman Minski (1986²⁸). Elle conduit alors à modifier considérablement la nature des politiques qui devraient être mises en œuvre pour rétablir une croissance saine i.e. stable.

L'hypothèse de Minski

Minski (1982, 1986 Chapitre 10) propose une théorie de la fragilité systémique du capitalisme qui fait le lien entre incertitude radicale et instabilité économique et financière. A l'origine d'une crise il y aurait toujours un problème de financement des investissements passés. Une crise a, pour cette raison, une nature financière. Il y a crise financière dès que les profits courants engendrés par l'investissement ne

²⁷ Le taux d'intérêt ici est le taux de base qui est demandé quand les banques qui font partie du système monétaire s'octroient mutuellement des prêts de courte durée, généralement d'une durée de un jour. Avec ce tarif de base la Banque du Japon peut influencer la quantité d'argent pour soutenir la croissance et limiter les tensions inflationnistes.

²⁸Minski, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven : Yale University Press. Minski, Hyman P. (2013). *L'hypothèse d'instabilité financière*. Bienne-Paris, Diaphanes, coll. Minima oeconomia, 1^o édition 1982.

permettent pas de faire face aux engagements sans dés-accumulation et/ou vente d'une partie des actifs accumulés. Les crises sont des crises de sur-accumulation. La thèse de Minski est la suivante.

Initialement les investisseurs sont prudents. Le capital et les intérêts sont remboursés par les emprunteurs. La structure de financement est qualifiée de « *hedge finance* ». Dans une telle structure de financement les profits courants attendus sont supérieurs aux engagements. La finance est saine.

En période de croissance et d'optimisme sur les profits futurs, les investisseurs sont tentés, cependant, de se défaire de cette structure saine de financement. Ils spéculent et font appels à des banques pour refinancer leur dette. D'un financement sain on passe à un financement spéculatif où l'investisseur pour payer ses traites rééchelonne continuellement ses dettes pour faire face à ses échéances.

IL y a qu'un pas alors du financement spéculatif offert par les banques au financement fondé sur un système de Ponzi. Dans un système de Ponzi les investissements des clients sont rémunérés par les fonds procurés par les nouveaux entrants. Dès que les sommes procurés par les nouveaux entrants ne suffisent plus à couvrir les rémunérations des clients le système de Ponzi entre en crise. On entre dans une structure de financement à la Ponzi ou structure pourrie dès que les profits courants ne permettent ni de payer les intérêts courants ni le capital. Le seul moyen qui s'offre à l'investisseur est alors d'augmenter sa dette. Cela ne pouvant se faire éternellement il y a un moment où le banquier décide de ne plus prêter, il y a crise.

Dans le cas de *subprimes* on serait ainsi passé d'une structure de financement saine à une structure à la Ponzi. Les banques ont vendu des crédits *subprimes* à des ménages solvables puis à des ménages de moins en moins solvables. Les risques d'insolvabilité ont ensuite été cachés grâce aux possibilités offertes par la titrisation des dettes. Le moment Minski était alors inévitable. Ce moment qualifie le point où les investisseurs surendettés sont contraints de vendre en masse leurs actifs pour faire face à leur besoin de liquidité. Il déclenche ainsi la spirale de la récession.

Ce thème de la fragilité financière du capitalisme inspire de nombreuses explications de la crise qui soutiennent la thèse de l'avidité des détenteurs de capitaux et l'aventurisme des institutions financières (Mathieu et Sterdyniak 2009²⁹). Ces deux caractéristiques expliquent les comportements spéculatifs, et *in fine* la création de bulles déconnectées de l'économie réelle. C'est parce que les agents ne se contentent jamais des marges que dégagent leurs activités qu'ils prennent toujours plus de risque et qu'à un moment donné leurs activités mettent en péril l'ensemble des équilibres financiers d'une économie. C'est le basculement d'une structure financière saine à une structure pourrie qui expliquerait la crise.

Capitalisme régulé et fragilité financière

Il est vrai qu'une lecture rapide des évènements pourrait faire croire que la crise des *subprimes* est un moment Minski. Outre les critiques internes que l'on peut adresser à cette interprétation des crises³⁰, la théorie autrichienne contemporaine des cycles estime que la théorie de la fragilité financière du capitalisme non régulé est très imparfaite. Elle néglige notamment l'effet considérable des politiques de régulation sur la prise de risque des agents. La prise en compte de cet effet conduit à renverser l'argument et à soutenir que c'est le capitalisme contraint, régulé qui est instable. L'intervention du gouvernement sur les marchés est très importante. Il est quasiment impossible d'en avoir une vision claire.

Subprime et politique d'accès à la propriété

On peut cependant rappeler tout d'abord que les prêts hypothécaires de type *subprime* ne sont pas des produits financiers issus d'un marché non régulé mais des produits qui s'insèrent dans une politique plus générale d'accès au logement pour les catégories sociales les plus pauvres. Cette idée n'est pas nouvelle aux Etats-Unis puisqu'elle trouve ses origines au moment du *New Deal* et de la création de l'administration fédérale en charge du logement (*Federal Housing Administration FHA*) (Robinson and Nantz 2009, p.9).

²⁹ La crise de 2008 s'expliquerait d'abord par des déséquilibres macroéconomiques initiés par des stratégies nationales de pression sur les salaires. Les effets de cette pression sur les salaires ne sont pas immédiats car les gains de compétitivité (Allemagne ou Chine) ou le développement de la financiarisation et de la consommation à crédit retardent le moment où les entreprises n'ont plus de débouchés. Mathieu Catherine et Sterdyniak Henri 2009. La globalisation financière en crise. Revue de l'OFCE, 110 : 13-73.

³⁰ Olivier Brossard (1998). L'instabilité financière selon Minski : l'incertitude et la liquidité au fondement du cycle ?, *Revue économique*, 49, 2, 407-435.

Dès les années trente, la FHA garantit durant le *New Deal* les prêts d'un certain nombre d'agent lorsqu'il souhaite devenir propriétaire de leur logement. Il est important, ensuite, de mettre en évidence le rôle décisif des régulations publiques sur la prise de risque des investisseurs.

Banque centrale et aléa moral

Une politique de soutien à la croissance est en grande partie une politique de soutien à l'investissement. L'Etat est alors conduit à assurer les entrepreneurs qui prennent des risques. La conséquence c'est un fort risque d'aléa moral. Dans un système capitaliste non régulé les investisseurs ne prennent des risques que si le montant des gains est élevé et la probabilité de les obtenir suffisamment forte. Ces anticipations reposent sur des probabilités subjectives, objectives et la conscience que le futur est radicalement incertain. L'investisseur agit avec ses propres fonds et reste, pour cette raison, toujours relativement prudent. Face à cette prudence naturelle du propriétaire le législateur qui souhaite soutenir la croissance par l'investissement peut mettre en place des règles qui vont limiter les risques de l'investisseur et créer les conditions de l'avènement d'un fort aléa moral. La création d'une banque centrale définie comme un prêteur en dernier ressort crée ces conditions. Dans un système monétaire hiérarchisé autour d'une banque centrale les banques prennent des risques qu'elles n'auraient pas pris s'ils n'anticipaient pas qu'une partie des risques était couverte par la collectivité. Alors que dans un capitalisme non régulé chaque banque supporte les coûts de l'expansion du crédit dans un capitalisme régulé avec banque central chaque banque sait que ses activités, même les plus risquées, seront couvertes par le banquier central qui s'engage à l'aider si ses anticipations s'avèrent erronées. Quel est le risque pris par une banque lorsqu'elle distribue des crédits ?

Renforce les risques de défaut de paiement

Le premier risque est de ne pas être remboursé. C'est ce qui a été observé lors de la crise de 2007. Les détenteurs d'un crédit *subprimes* ne réussissaient plus à payer leur dette. Il y avait défaut de paiement. Le fait que des prêts aient été mis en œuvre et soutenu par le gouvernement et plus généralement que l'ensemble des grands banques américaines comme Fannie Mae, Freddie Mac, soient liés au gouvernement par des chartes qui permettent aux gouvernements de leur donner des missions qui en contrepartie sont rémunérés par des privilèges (Robinson et Nantz 2009) explique que les grandes banques deviennent moins prudentes. Elles savent que la responsabilité d'une crise de paiement est par nature partagée avec le gouvernement qui a pour caractéristique de pouvoir en cas de graves crises utiliser la force, autrement dit son pouvoir de lever l'impôt pour rétablir l'équilibre financier du système de financement de l'économie. Ce système donnant – donnant explique la plus grande fragilité d'un capitalisme régulé.

Généralise la pratique de la couverture partielle ou des réserves fractionnaires

Le deuxième risque que peut prendre un banquier est de répondre favorablement à une demande de prêt d'un investisseur alors qu'il n'a pas l'argent en banque. Le banquier prête plus qu'il a en réserve. Il pratique le système des réserves fractionnaires ou de couverture partielle. Le banquier par un jeu d'écriture prête de l'argent qu'il n'a pas et sur lequel il touchera des intérêts. Cette pratique est limitée par l'obligation des banques de déposer un pourcentage de leurs encours de crédit auprès de la banque centrale. Ce pourcentage est cependant très faible en pratique. Cette pratique a une longue histoire, car même dans un système d'étalon or le banquier peut choisir de prêter plus de monnaie qu'il n'a d'or en dépôt. Il crée alors du papier monnaie et prend le risque de ne pas pouvoir rendre leur or à ses clients si ces derniers exigent d'être remboursés en or en même temps.

Une pratique de la couverture partielle qui est marginale dans un régime de banque libre

Ce risque est faible dans un régime de banque libre ou un capitalisme non régulé pour trois raisons.

- 1) Dans un tel système, la pratique des réserves fractionnaires est illégale. Si les clients l'apprennent le banquier peut être condamné (Huerta de Soto 2011, p.30³¹).
- 2) Dans un tel système les banquiers cherchent à prévenir ce type de situation qu'ils aient illégale en se couvrant auprès d'une autre banque. Ce mécanisme de compensation fait que toute émission de monnaie papier d'une banque commerciale correspond, dans ces conditions, à un dépôt soit dans la banque qui

³¹ Huerta de Soto, Jesus (2011). Monnaie, crédit bancaire et cycles économiques, série L'économie formelle, collection L'esprit économique, L'Harmattan traduit de l'espagnol par Rosine Létinier.

prête soit dans une autre banque qui est ou non spécialisée dans le prêt au banque (Timberlake, 1984³²). Le risque d'illiquidité est ainsi limité.

3) Il est important enfin de rappeler que dans un système de banque libre la qualité d'une monnaie dépend de la loi de l'offre et de la demande (Hayek, 1976³³). 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 retraits 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, aussi, sont 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.

Pour conclure ce point il faut rappeler que les banques ne prêtent pas seulement les dépôts de leurs clients. Elles prêtent aussi sur leurs fonds propres. Les banquiers et leurs actionnaires sont, pour cette raison, d'autant plus vigilants qu'ils engagent leur propre épargne. Un régime de 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.

Une pratique de la couverture partielle qui se généralise dans un régime de banque centrale

Ce risque en revanche est fort dans un système capitaliste régulé d'une part parce qu'il légalise la pratique des réserves fractionnaires (Huerta de Soto 2011), d'une part parce qu'il remplace les chambres privées de compensation par une organisation bureaucratique dont les intérêts sont très différents de ceux d'un banquier privé et enfin parce que le cours légal empêche la loi de l'offre et de la demande de faire pression sur les producteurs de monnaie pour limiter leur risque. L'argument juridique se comprend de lui-même. On peut en revanche développer les deux autres arguments.

1) Une banque centrale substituée, tout d'abord, à la chambre de compensation privée une procédure politique dans le cadre d'une banque centrale dépendante du gouvernement et bureaucratique dans le cadre d'un système de banque centrale indépendante qui introduit des motivations qui ne freinent pas forcément les prises de risque des banquiers (Timberlake, 1984, p.14 - 15). Le banquier central n'est pas responsable sur ses propres fonds comme le banquier qui couvre un autre banquier. Il utilise des fonds publics issus de l'impôt. La contrainte fiscale est moins immédiate que la contrainte financière. L'Etat peut à tout moment utiliser son pouvoir de coercition pour refinancer ses banques. Il peut être sanctionné politiquement pour avoir augmenté la pression fiscale, mais cette sanction est moins immédiate et moins sévère que celle que prend un banquier qui ne pourrait pas être payé par son confrère. Il serait ruiné et cette sanction s'appliquerait de manière immédiate et certaine.

2) Le cours légal rend captif tous les individus qui résident sur un territoire. Un moyen de paiement à un cours légal sur un territoire si personne ne peut le refuser en règlement d'une dette libellée dans la même unité monétaire. L'agent est alors dans l'impossibilité de refuser une monnaie dont il estime la qualité insuffisante. Il ne peut pas refuser d'obtenir un salaire libellé dans cette monnaie, etc. Il est captif de la monnaie choisie par le banquier central. Ce risque est d'autant plus fort qu'en tant que prêteur en dernier ressort le banquier central crée un phénomène d'aléa moral (Carilli et Dempster, 2001³⁴, p.322). Dans un système avec banque centrale, la banque est incitée à pratiquer la couverture partielle car elle sait qu'en cas de panique bancaire ou de crise tout le monde sera mis à contribution pour payer la crise. L'Etat lèvera l'impôt, et le banquier central facilitera le refinancement des banques en difficulté. Une banque vertueuse ne se donnerait pas les moyens d'exploiter les opportunités de profit artificiellement créé par la légalisation de la pratique des réserves fractionnaires mais serait certaine en revanche d'en payer les coûts via l'impôt et/ou des taux d'intérêt faibles proposés par les banques qui ne cherchent pas à ajuster

³² Timberlake, R.H. (1984). « The Central Banking Role of Clearing House Associations », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol.16, pp.1 - 15.

³³ Hayek, F.A. (1976). *Choice in Currency. A Way to Stop Inflation*. Occasional Paper, Londres: The Institute of Economics Affairs.

³⁴ Carilli A.M. and Dempster G.M. (2001). "Expectations in Austrian Business Cycle Theory: An Application of The Prisoner's Dilemma", *The Review of Austrian Economics*, Vol.14, 4, pp.319-330.

leurs prêts à leurs dépôts. C'est la survie même d'une banque qui ne développe la pratique de la couverture partielle qui est en jeu.

La théorie monétaire de l'école autrichienne permet ainsi de comprendre que l'instabilité ou la fragilité financière des banques ne s'expliquent pas fondamentalement par le caractère non régulé du capitalisme mais au contraire par l'intervention de l'Etat dans le domaine monétaire et financier et l'existence en particulier d'un prêteur en dernier ressort. Ainsi il ne faudrait pas nier que les investisseurs font prendre des risques à l'ensemble de la collectivité, mais prendre conscience que ces imprudences trouvent leurs origines dans le cadre institutionnel du capitalisme contraint. Le surendettement, et le surinvestissement à l'origine du moment Minski trouvent leur origine dans le cadre institutionnel.

Retour sur les politiques mises en œuvre

La conclusion de politique économique elle alors qu'il faut rétablir le droit de propriété privée en matière monétaire comme ailleurs si l'on souhaite limiter l'instabilité financière d'une économie. Sans revenir au capitalisme (Salin 2010³⁵) car ce dernier a rarement même peut-être jamais existé dans sa forme pure ce qui empêche d'y revenir, il faudrait réformer les institutions pour placer les acteurs dans un cadre qui limite le phénomène d'aléa moral i.e. la pratique des couvertures partielles.

Un économiste comme Jesus Huerta de Soto (2011, Chapitre 9) résume sa position en proposant trois types de réforme : 1) rétablir le coefficient de réserve de 100%, 2) démanteler les banques centrales 3) et remettre en place d'un système d'étalon or capable de fournir une base monétaire non manipulable par les pouvoirs publics et de discipliner les désirs inflationnistes de plusieurs agents et des banques en particulier.

Ces directions ne sont pas cependant celles qui ont été préconisées et discutées par les hommes des gouvernements, leurs opposants et plus généralement les économistes. Ces derniers en effet s'accordent majoritairement avec l'idée que le capitalisme non régulé est défaillant. Il est logique alors qu'ils proposent comme le défendait Minski (1986, 1982) 1) de renforcer le rôle de la banque centrale et les contraintes inscrites dans les réglementations financières existantes, 2) d'engager des mesures pour réduire les comportements spéculatifs et les activités *off-shore* des banques³⁶ et 3) de soutenir la croissance par des politiques budgétaires et monétaires actives. C'est, de plus, parce que la crise est généralement comprise comme le résultat des politiques dites néolibérales des années 1980/1990 et la revanche de Keynes (Blot et al. 2009³⁷, Naszàlyi 2012³⁸, Nakatani et Herrera 2013³⁹) qu'elles ont conduit les Etats à réinvestir massivement la sphère financière, à s'endetter pour soutenir la croissance et à développer des politiques monétaires encore plus accommodantes. Après avoir rappelé quelques arguments avancés par les économistes en faveur de telles politiques nous allons commenter à l'aune de notre propre explication de la crise.

Les instruments de sortie de crise utilisés et préconisés

Les instruments de sortie de crise utilisés par les Etats et la France en particulier sont nombreux mais tous inspirés par l'idée que la crise de 2007 est une crise du capitalisme non régulé et non une crise du capitalisme contraint.

Dans leur petit manuel de stratégies de sortie de crise, Blot et al. (2009) recommandent aux gouvernements de la zone euro 1) d'organiser les plans de sauvetage des banques *via* la recapitalisation ou le cantonnement de créances douteuses dans des *badbanks*, 2) de mettre en place des politiques économiques plutôt expansionnistes comme la baisse des taux d'intérêt et des politiques budgétaires

³⁵ Salin, Pascal (2010). Revenir au capitalisme. Pour éviter les crises, Odile Jacob, Paris.

³⁶ Une banque offshore est une banque située à l'extérieur du pays de résidence du déposant, typiquement dans un pays à faible imposition (ou paradis fiscal) qui fournit des avantages financiers et juridiques.

³⁷ Blot, Christophe, Creel, Jérôme, Riffart, Christine et Schweisguth, Danielle 2009. Petit manuel de stratégies de sortie de crise. Comment rebondir pour éviter l'enlisement ? Revue de l'OFCE, 110 : 335-381.

³⁸ Naszàlyi, Philippe 2012. Crise ? Vous avez dit : « crise » ?, La Revue des Sciences de Gestion, 2, 254 : 1-2.

³⁹ Nakatani, Paulo et Herrera, Rémy 2013. Keynes et la crise. Hier et aujourd'hui. Actuel Marx 1, 53 : 153-168.

ciblées et d'agir vite et fort. Ils ont conscience que l'intervention de l'Etat peut créer de l'aléa moral et une forme insoutenable des finances publiques, mais assument ces risques au nom de l'urgence économique et sociale. Il privilégie le court terme sur le long terme. Mathieu et Sterdyniak (2011) s'accordent sur la nécessité de politique de taux d'intérêt bas, et des déficits publics tant qu'ils sont nécessaires pour soutenir l'activité, mais ajoute qu'il faut remettre en cause la globalisation financière afin de prévenir durablement les crises à venir. André Cartapanis (2011, 2009) de son côté concentre plutôt son attention sur des mesures réglementaires. Il n'oublie pas les aides publiques aux banques en difficulté mais cible plutôt ses préconisations, d'une part, sur le renforcement des réglementations⁴⁰ qui s'appliqueraient aux intermédiaires financiers et, d'autre part, sur le renouvellement des dispositifs prudentiel i.e. un Bâle III (Cartapanis 2011, p.351, Cartapanis 2009⁴¹). Le projet d'un gouvernement mondial capable de limiter la concurrence et d'approfondir la coopération internationale est enfin la ligne d'horizon de nombreux auteurs qui y voit un moyen de lutter contre les paradis fiscaux ou réglementaires, d'étendre le périmètre des réglementations prudentielles, de contrôler les agences de notation, d'atténuer la pro-cyclicité des marchés financiers, et d'approfondir la supervision bancaire en insérant dans les règles de gouvernance des banques une référence au risque de liquidité, au risque concentration et plus traditionnellement au risque de solvabilité (adéquation des fonds propres (Cartapanis 2011, p.351).

Les difficultés et les risques pris par de telles politiques

Il est impossible de discuter l'ensemble de ces mesures. Elles sont toutes marquées par la méfiance vis-à-vis du capitalisme financier et des banques. Sur les règles prudentielles plusieurs arguments ont été avancés par Nathalie Janson (2011⁴²). Vouloir s'assurer que les banques aient un minimum de fonds propres est une fausse bonne idée, car une telle mesure entre tout d'abord en contradiction avec les mécanismes assurantiels que mettent en place les banques centrales. Fixer un niveau minimum de fonds propres sans s'interroger sur ce que cela signifie en termes de risque conduit à prendre une décision arbitraire. Face à cet arbitraire les banques cherchent à contourner la réglementation et y sont incités par un système favorable à la prise de risque. Une partie des innovations financières qui favorise l'instabilité financière trouverait ainsi leur origine dans les règles prudentielles. Il est important de noter enfin qu'à la veille de la crise de 2007 les banques les plus importantes avaient un ratio représentant le double de celui exigé par Bâle. Cela n'a pas permis d'éviter la crise. Cela dit nous voudrions ici insister d'une part sur les politiques monétaire et budgétaire préconisées par les analyses post et néo-keynésiennes.

Des politiques monétaires inappropriées

Dans la première section nous avons déjà en partie discuté de la contradiction que porte la mise en œuvre d'une politique monétaire expansionniste pour gérer une crise provoquée par un excès de crédit. La mise en œuvre de politique monétaire de bas taux qui ne serait pas justifiée par une forte croissance de l'épargne est toujours porteuse de risques d'instabilité financière importants si l'on garde en mémoire l'analyse qui vient d'être faite de la crise de 2007. Comme cela a déjà été rappelé le résultat est un scénario à la japonaise. IL est possible cependant que les banques centrales ne relèvent jamais leur taux. D'une part parce que les politiques de soutien de la demande par la dépense publique favorise une augmentation de la dette publique et que les Etats n'ont pas intérêt à voir les taux d'intérêt s'élever. Cela favoriserait une augmentation encore plus forte de leur endettement et des risques de défauts de paiement des Etats. D'autre part parce que la croissance économique ne sera jamais saine puisque c'est la politique monétaire qui la rend artificielle. Le risque alors d'une telle politique est connu. C'est la stagflation (Mardini 2011, p.196) autrement dit une situation où l'on observe un retour de l'inflation sans réduction du taux de

⁴⁰ La théorie des défaillances du marché peut justifier la réglementation prudentielle et l'action des banques centrales au titre de prêteur en dernier ressort (Cartapanis 2011, p.353). La stabilité financière est définie comme un bien public et les externalités sont utilisés pour justifier la réglementation. Cette dernière doit réussir à internaliser le coût social d'une faillite bancaire. Pour cela il faut limiter les comportements à risque. Ces arguments ne sont pourtant pas suffisants, car ils ne tiennent pas compte de la dimension tout à la fois systémique et macroéconomique des fragilités financières (Cartapanis 2011, p.353). La réglementation prudentielle doit, pour ces raisons, contribuer à la sécurité des déposants et des actionnaires (micro-prudentielle) et à stabiliser le système monétaire et financier dans son ensemble (macro-prudentielle) (Cartapanis 2011, p.354).

⁴¹Cartapanis André 2009. Sous l'égide du g 20 : vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ? », *Revue de l'ofce*, 110, juillet.

⁴² Janson, Nathalie, A Radical Proposal for Reforming the Banking System (March 1, 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1773917> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1773917>
<http://www.trop-libre.fr/paradoxa/bale-3-trop-de-reglementation-tue-t-il-la-reglementation>

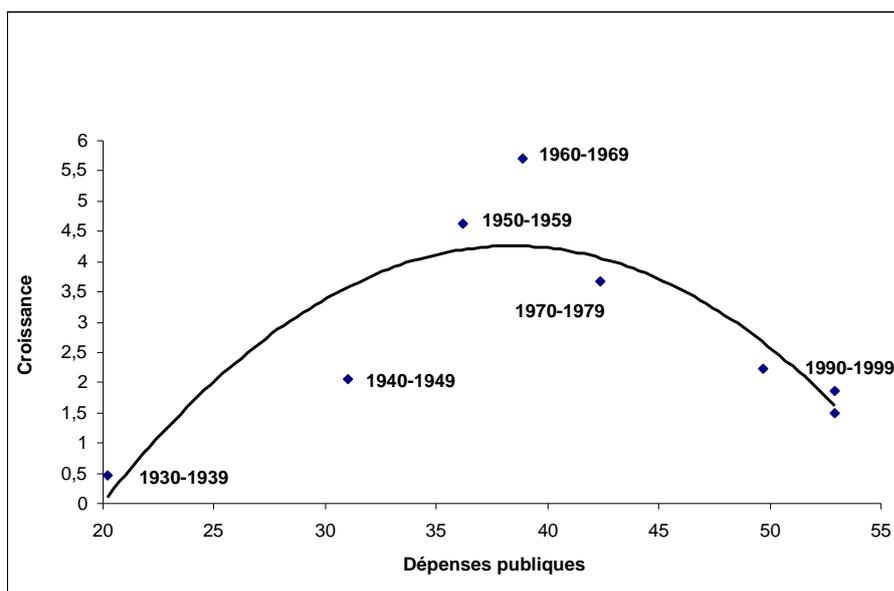
chômage parce que la croissance de la production reste insuffisante. L'argument juridique reste par ailleurs fort, les banques centrales ont pour mission de stabiliser les prix. Il est difficile dans ces conditions d'imaginer que face à des tensions inflationnistes induites par un retour de la croissance mondiale les banquiers centraux ne relèvent pas leurs taux et ne provoquent pas alors une nouvelle crise qui sera d'autant plus forte que le temps durant lequel les taux d'intérêt ont été proches a été long. Des anticipations de ce type pourraient conduire les agents à fuir devant les monnaies à cours forcé existantes et à se réfugier à nouveau dans les métaux précieux et l'or en particulier.

Des politiques de soutien à la demande par la dépense publique inadaptées

La mise en œuvre de politiques budgétaires expansionnistes i.e. de politiques de soutien de la demande par la dépense publique est aussi inappropriée que les politiques de bas taux. La dépense publique a un effet positif sur l'activité économique, mais elle a aussi toujours un effet négatif, car un euro public c'est un euro privé non dépensé. Lorsque les bénéfices d'un euro public en termes de production deviennent inférieurs à leurs coûts en termes de croissance, une politique de soutien par la dépense publique devient inappropriée. C'est le cas pour la France (Facchini et Melki 2013⁴³). On peut illustrer ce point par un fait stylisé qui met en évidence la relation entre taux de croissance et taille de l'Etat mesuré par le ratio dépenses publiques sur PIB sur la période 1929/2008 (Figure 8). Il montre clairement l'existence d'une relation en U inversé entre les deux grandeurs et conduit à soutenir que les politiques de relance par la dépense publique ne peuvent être envisagées que lorsque l'Etat possède encore des marges de manœuvre dans la sécurisation des échanges i.e. des droits de propriété. Au-delà son action est improductive. Ainsi au-delà d'un certain seuil de dépense plus l'Etat investit ou transfère de ressource plus il freine l'activité productive des entrepreneurs et moins la croissance économique génère d'emplois et de satisfaction car les biens produits ne sont pas forcément ceux qu'attendent les individus.

Figure 8

Relation entre le ratio dépenses publiques sur PIB et le taux de croissance de la production en France sur la période 1929/2008



Source : Facchini et Melki (2013)

La dépense publique évince en effet de deux manières la dépense privée. Un euro public c'est un euro privé de moins dépensé, c'est aussi un euro de moins dans la sécurité des biens et des personnes et un euro public de plus dans la production d'avion de chasse. La dépense publique modifie ainsi l'affectation des dépenses à un moment donné du temps et sans doute aussi dans le temps lorsqu'elle est financée par l'emprunt.

⁴³ Facchini, F. and Melki M. (2013). Efficient government size: France in the 20th century, *European Journal of Political Economy*, 31, 1-14.

Le plan de relance français de 2008/2009 consistait par exemple à soutenir le logement et la solidarité, l'activité économique et l'emploi (automobile) et à investir dans les infrastructures publiques (infrastructures, équipements civils, enseignements supérieurs et recherche, équipements de défense et patrimoine de l'Etat)⁴⁴. Une partie de ces dépenses pouvait correspondre aux attentes de l'individu, mais globalement il est raisonnable de penser que les individus auraient affecté leurs ressources à d'autres types de bien. Il apparaît ainsi une sorte d'effet Cantillon de la dépense publique. La demande d'avion de chasse de l'Etat induit un regain d'activité dans le secteur de l'armement. Cela favorise le déplacement des investissements vers ce secteur, au détriment, des autres activités : le marché de l'art contemporain, les résidences secondaires et/ou les écrans plats de télévision. Ainsi au lieu de financer les innovations dans l'électronique les revenus de l'individu financent les innovations dans les avions de chasse. Il y a alors moins d'investissement dans l'électronique civile et plus dans l'industrie aéronautique. Il est probable que le prix des composantes dans l'électronique aurait baissé sous l'influence des investissements qui n'ont cependant pas été engagés parce que l'Etat a privilégié la production d'avion de chasse. La baisse des prix dans l'électronique civile n'a pas eu lieu, la hausse des salaires dans ce secteur non plus, etc. Il y a épargne forcée. Les salaires et les profits sont moins élevés dans ce secteur. Il y a pour cette section à la fois un ralentissement de l'activité économique dans certains secteurs et une mauvaise coordination car les consommateurs souhaitent de l'électronique civile et l'Etat produit des avions. Les consommateurs ajustent alors leurs choix à leurs nouvelles contraintes de revenu et réaffectent ce dernier en fonction de leur priorité. Cela oblige tous les entrepreneurs à réajuster leurs projets de production. La dépense publique fait ainsi supporter des coûts d'ajustement qui favorise l'instabilité économique et renforce les difficultés que rencontrent les entrepreneurs pour anticiper les demandes futures des consommateurs.

Des politiques budgétaires qui conduisent à la croissance de l'impôt et à l'endettement public

Les politiques conduites jusqu'à maintenant ont eu deux effets. Elles ont favorisé l'endettement public et incité les gouvernements à renforcer la pression fiscale, parfois sur les agents les plus riches, c'est du moins ce qu'annonce le Gouvernement de J.M. Ayrault. Sous le principe de la courbe de Laffer qui est l'équivalent de la *BAR curve* présentée précédemment pour les dépenses publiques, l'augmentation de la pression fiscale est un frein à la croissance. La première conséquence des politiques de retour à l'équilibre est donc défavorable à la croissance économique. La deuxième conséquence est le poids que représente désormais la gestion de la dette dans les finances publiques. Il est intéressant avant de traiter ce point de constater que beaucoup d'économistes réussissent à dissocier les choix de politiques publiques des périodes de crise de la crise de la dette souveraine, en faisant reporter la responsabilité sur les marchés financiers et non sur les gouvernements.

Retour sur la croissance de la dette publique et la crise de la dette souveraine

IL est soutenu par exemple qu'il n'y a pas à proprement parlé de crise de solvabilité des Etats. Quel est le raisonnement suivi ? Mathieu et Sterdyniak (2011⁴⁵) estiment que la crise financière a provoqué un fort gonflement de la dette et des déficits publics dans les pays développés car les politiques de sortie de crise exigeaient une telle stratégie. Le creusement des déficits publics est expliqué par les nécessités de la régulation macroéconomique. La crise de la dette souveraine, en revanche, est expliquée par l'interaction entre le caractère spéculatif des marchés financiers et les failles de l'organisation de la zone euro qui ne garantit plus le financement des déficits des pays de la zone. La conséquence prescriptive de cette thèse est la suivante. Pour gérer la crise de la dette souveraine, il faut lutter contre la spéculation sur les dettes publiques en déclarant que la Banque Centrale Européenne est collectivement garante de la dette de chaque Etat, ne pas renforcer le pacte de stabilité et de croissance et coordonner les politiques européennes de croissance afin de rétablir le plein emploi.

Cohen (2011⁴⁶) développe une argumentation relativement similaire. Il soutient que la crise de la dette souveraine trouve son origine dans les anticipations auto-réalisatrices des marchés financiers, car si les

⁴⁴ Projet de loi de Finances pour 2010. Rapport sur la dépense publique et son évolution. Ministère du Budget des Comptes Publics de la Fonction Publique et de la Réforme de l'Etat, pp.59 – 60.

⁴⁵ Mathieu Catherine et Sterdyniak Henri 2011. Finances publiques, sorties de crise..., Revue de l'OFCE, 116 : 17-60.

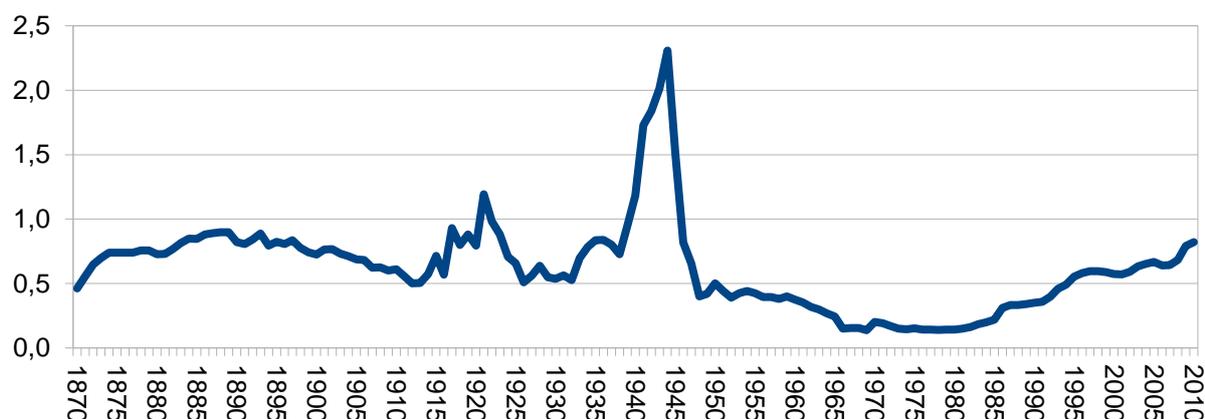
⁴⁶ Ce raisonnement est simpliste car il n'évalue que la charge d'intérêt de la dette sur une économie sans s'interroger sur sa répartition, sur sa dynamique (si les taux augmentent), sur le retour sur investissement (combien je gagner à être endetté) etc. Il fait comme si l'endettement public avait les caractéristiques d'un

taux d'intérêt payés par les Etats étaient fixes ils n'y auraient pas de risque d'insolvabilité⁴⁷. S'il y a une crise de la dette souveraine c'est uniquement parce que les marchés financiers paniquent et font croître les taux d'intérêt des pays vulnérables « *créant ainsi une prophétie auto-réalisatrice* ». Les marchés financiers seraient donc les principaux responsables de la crise de la dette souveraine parce qu'ils créeraient une tension à la hausse des taux d'intérêt (Cohen 2011, p.384). L'autre responsable est l'Union européenne qui permet aux épargnants de choisir la nationalité de leur obligation publique. Alors qu'au Japon les épargnants sont captifs, en Europe ils peuvent choisir entre un titre Allemand ou Grec. Ils mettent ainsi en concurrence les Etats. La conséquence prescriptive de cette thèse est la suivante. Pour limiter la prophétie auto-réalisatrice il faut créer une fourchette de taux. Le taux plancher serait le taux du Bund allemand. Le taux plafond un maximum de 250 points de base au-dessus. Si l'Etat atteint le taux maximum la Banque centrale européenne et le fonds de stabilisation lui prêtent les fonds nécessaires en contrepartie d'un plan de retour à l'équilibre. Là encore la solution est la coercition d'Etat, la réduction des choix.

Ce renforcement de l'intervention publique a tout d'abord sa logique, car les décisions des Etats n'ont pas les effets qu'ils attendent. Ils vont alors agir à nouveau pour corriger les erreurs qu'ils ont commises et tenter de réaliser l'objectif qu'ils s'étaient fixés. Les Etats s'endettent. Ils demandent à leurs banques d'acheter leurs obligations. Le niveau d'endettement réduit la solvabilité des Etats et augmente les risques de faillite. Les banques anticipent ce risque et exigent pour prêter à nouveau des taux d'intérêt plus élevés. Cette conséquence était prévisible à partir du moment où tous les Etats se sont endettés et dans des proportions très importantes. La croissance de la dette n'est pas uniquement le résultat de la crise de 2007 (Figure 8). La dette publique en France croît régulièrement depuis 1980.

Figure 8

Evolution du ratio dette publique sur PIB en France (1870/2010)



Elle renvoie à la crise de financement de l'Etat providence i.e. des dépenses sociales qui expliquent largement la croissance des dépenses publiques qui a un rythme plus important que la croissance de la pression fiscale et favorise la constitution d'une dette de plus en plus importante. Les gouvernements qui cherchent à réduire les déficits publics ne font pas en ce sens que payer les effets de la crise. Ils tentent aussi de résoudre le problème du financement public des dépenses publiques et plus particulièrement des dépenses sociales.

Cette croissance de la dette a un premier effet. L'emprunt public détourne une partie des fonds destinés à demain par les épargnants pour les employer aujourd'hui. Car l'épargne n'est qu'une autre forme de la

endettement privé autrement dit qu'il reposait sur un calcul économique fondé sur des prix de marché. La dette publique est au contraire le résultat d'un calcul politique et/ou d'un modèle idéologique.

⁴⁷ « *Les taux d'intérêts n'ont jamais été aussi bas, du fait de la crise elle-même. Or ce qui détermine la solvabilité d'un Etat, c'est non pas le volume de sa dette, mais le poids des intérêts qu'il doit payer. Un pays dont la dette représente 100% de son PIB et qui doit payer un taux d'intérêt de 3% (le taux allemand au début de la crise grecque) doit consacrer 3% de son PIB à la charge de ses intérêts, ce qui est tout sauf préoccupant. Encore ce calcul ne prend pas en compte l'inflation* » (Cohen 2011, p.383).

dépense (Hazlitt, 1949, 1979, Chapitre 23)⁴⁸. Prenons un exemple simple. En t1, un individu représentatif reçoit un revenu annuel de 100 euros. Il en consomme immédiatement 80 et épargne les 20 restant. Il touche un intérêt de 5% sur les 20 euros placés à la banque. En t2 ce même individu reçoit toujours 100. Il consomme toujours 80% de ses revenus et en épargne 20%. En t2 l'individu dispose de 100 de revenu, plus 20 euros d'épargne et 1 euro d'intérêt (5% de 20 euros). En t2 il possède une somme d'argent qui lui permet de réaliser son projet : acheter un logement pour les vacances, une œuvre d'art ou un écran de télévision plat. L'emprunt d'Etat consiste à acheter les 20 euros pour les consommer tout de suite. Il s'agit d'utiliser l'épargne qui n'est qu'un résidu du revenu aujourd'hui afin de soutenir la croissance économique. Exposé de cette façon il n'est pas nécessaire d'avoir d'effets d'éviction pour réduire la croissance de la production en t2. L'Etat soutient l'activité en t1 avec l'argent qui aurait soutenu l'activité en t2. Il ne fait qu'un transfert de croissance d'une période à l'autre. Sur le moyen et le long terme l'emprunt n'a aucun effet sur la croissance économique. Il ne fait que manipuler les moments de la croissance.

Elle a un deuxième effet. Lorsque ces politiques sont financés par la dette la dépense publique crée de l'instabilité financière, car elle modifie le niveau des taux d'intérêt, i.e. la hiérarchie des prix entre les différentes offres d'investissement : action versus obligation d'Etat. Il devient parfois plus intéressant d'investir dans les avions que dans l'électronique si l'obligation d'Etat finance de la recherche en aéronautique militaire. L'emprunt public en faisant varier le taux d'intérêt modifie la structure du capital, autrement dit la part la part entre le niveau des biens présents et des biens futurs. C'est, pour cette raison, qu'il y a peu de chance pour qu'il existe une équivalence ricardienne entre l'impôt et l'emprunt (Garrisson 2001)⁴⁹. -1- En modifiant la nature des biens de consommation disponibles l'emprunt public frustre une partie de la demande. Elle crée les conditions pour que des bulles spéculatives apparaissent sur les biens qui n'ont pas été produit alors qu'ils étaient à l'origine de l'offre d'épargne. -2- En augmentant la quantité de biens de consommation disponible il place certaines entreprises aux plans de production de plus long terme en difficulté. Ces firmes n'ont pas anticipé la politique de soutien de l'activité du gouvernement. Elles ont engagé, pour cette raison, des stratégies d'investissement qui ne sont plus viables compte tenu de l'augmentation du taux d'intérêt. Ces entreprises vont dans un premier temps tenté de réaliser leur projet plutôt que dans les abandonner. Elles ne vont pas déprimer, pour cette raison, l'activité. L'investissement public financé par l'emprunt a, cependant, pour effet d'augmenter le prix des biens présents et de valoriser les entreprises qui ont les détours de production les plus courts. Cela réduit les possibilités de refinancement des entreprises aux détours de production les plus longs et les mets en difficulté. La politique de déficit a, pour cette raison, un effet similaire à une politique de création de monnaie sans transfert d'épargne. Elle crée une situation de croissance non soutenable, car elle crée une situation de surinvestissement dans la production de biens de consommation présent ou futur selon le type de politique menée. Elle prépare un déséquilibre entre l'offre de biens futurs et la demande. Les politiques publiques de stimulation artificielle de la croissance initiées par les gouvernements durant la crise devraient se terminer par une récession ou un endettement public encore plus fort (Hayek, 1966).

Cela signifie que ni les politiques monétaires bas taux qui annonce plutôt une nouvelle crise, ni les politiques de dépenses publiques qui ont un rendement décroissant au-delà d'un certain seuil, ni l'endettement public qui introduit une nouvelle source d'instabilité des marchés ne peuvent réussir à rétablir les conditions d'une croissance saine que ce soit en France ou dans les pays du G20. Le principal risque de ces politiques est alors comme l'annonce Mises de retarder le moment où les économies des pays en crise se replaceront sur leur frontière des possibilités de production la plus haute. Plus en effet nous dit Mises un modèle de croissance artificielle est longuement entretenu plus la récession qui s'en suit est longue et intense (Mises, 1971, pp.365 – 366)⁵⁰.

Tel est le diagnostic que l'on peut faire à partir de l'analyse autrichienne de la conjoncture et des décisions de politique publique.

⁴⁸ Hazlitt, H. (1949, 1979), *L'économie politique en une leçon*. Chapitre XXIII, L'attaque contre l'épargne, édition SPID, Edition Institut Charles Coquelin (2006).

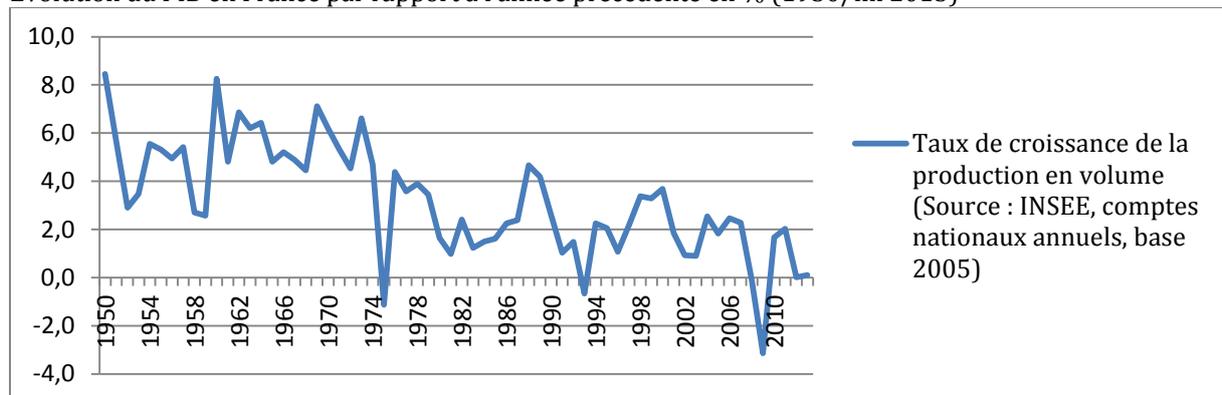
⁴⁹ Garrisson R. (2001), *Time and Money. The Macroeconomics of Capital Structure*, coll. Foundations of the Market Economy, Routledge, London and New York.

⁵⁰ Mises, L. (1971). *The Theory of Money and Credit*, New York: Foundation for Economic Education, traduction française par Hervé de Quengo disponible sur le net, http://herve.dequengo.free.fr/Mises/Tmc/TMC_1_1.htm

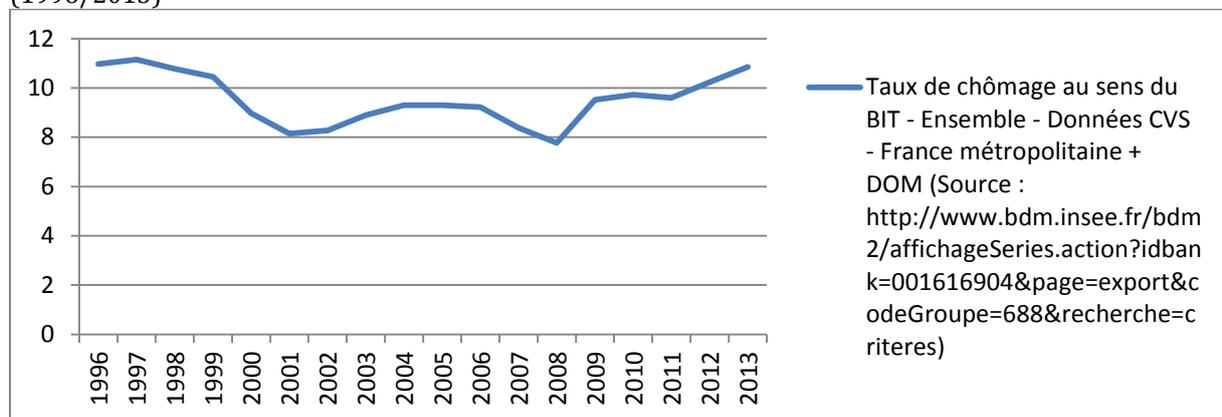
ANNEXE

Figure A.1

Evolution du PIB en France par rapport à l'année précédente en % (1950/mi 2013)

**Figure A.2**

Evolution du taux de chômage au sens du BIT - Ensemble - Données CVS - France métropolitaine et DOM (1996/2013)

**Figure A.3**

Evolution du taux d'abstention aux élections législatives (1876/2012)

