

# Lord Adair Turner : Un homme du sérail prône une réforme radicale de la monnaie, du crédit et des banques

 [alaingrandjean.fr/2016/01/06/between-debt-and-devil-adair-turner-monnaie-credit/](http://alaingrandjean.fr/2016/01/06/between-debt-and-devil-adair-turner-monnaie-credit/)

06/01/2016

Lord Adair Turner a été président de l'Autorité des Services Financiers, le régulateur britannique, de 2008 à 2013. Il est actuellement président de l'[Institute for New Economic Thinking](#) (INET), un des trop rares think tank d'économie hétérodoxe.

Son dernier ouvrage attaque frontalement le libéralisme économico-financier qu'il rend responsable de la stagnation séculaire qui menace l'économie mondiale. Il appelle à une réforme radicale de la monnaie et du système bancaire, bien au-delà des voies suivies jusqu'ici en allant jusqu'à, sous condition de strict contrôle du politique, réhabiliter la relance par création monétaire publique ([Voir cette conférence vidéo au FMI](#)). L'ouvrage, très documenté et chiffré, est écrit dans un langage simple et accessible, dans la lignée des **Steeve Keen** ou des **Gaël Giraud** pour l'immense ambition (plus que jamais nécessaire) mais beaucoup plus symptomatique de la [prise de conscience en cours du monde financier](#).

**Les lignes qui suivent résument les idées principales. Puis, suit un résumé chapitre par chapitre du livre « Between debt and the devil ».**

La financiarisation de la société s'est accélérée ; elle a été un facteur d'instabilité, pas de croissance. (§ 1). Ce sont les banques qui créent la monnaie et qui orientent le crédit dans un marché libéral ; loin d'allouer le capital de manière efficiente, elles l'ont orienté vers la spéculation immobilière, en créant des bulles qui ont éclaté, au Japon en 1990 et aux USA en 2008, en laissant derrière elles la déflation (§ 2 à 4). La politique monétaire accommodante ne peut qu'aggraver le surendettement, sûrement pas le guérir (§ 5). L'innovation financière (la « soupe » (sic) des CDOs, VAR et autre mark- to- market ) sensée gérer les risques a « câblé » l'instabilité dans le système et « turbochargé » une capacité de création de crédit déjà excessive (§ 6) . Le crédit non régulé continue à financer de l'immobilier et de la consommation, ce qui, dans le contexte d'inégalités croissantes, ne permet pas de relancer la demande (§ 7). La libéralisation des marchés de change n'a pas permis aux économies émergentes de nous rattraper, elle les a par contre fortement déstabilisées : et ce sont les pays pauvres qui transfèrent des capitaux vers les pays riches, pas l'inverse ! (§ 8 et 9). Les politiques publiques doivent changer radicalement pour réduire les inégalités (salaire minimum, baisses d'impôts, taxes sur la fortune...). L'activité de crédit génère des externalités sociales négatives, telle une « pollution sociale » qui doit donc être taxée (§ 10 et 11).

Une réforme des banques beaucoup plus ambitieuse doit avoir lieu : le ratio de solvabilité doit être augmenté à 25% des actifs comptables, contre actuellement environ 7% des actifs pondérés en risque ; le « shadow banking » doit être régulé avec des collatéraux beaucoup plus importants au niveau des contrats, et non des établissements, le système bancaire, loin d'être intégré, doit être fragmenté par métier et par pays (§ 12 et 13).

Pour relancer la demande, il faut briser le tabou du financement monétaire ; les Etats doivent s'autoriser à créer de la « monnaie hélicoptère ». Celle-ci doit être accompagnée de réserves obligatoires équivalentes des banques commerciales à la banque centrale pour ne pas ajouter à la création de crédit. Les réserves obligatoires doivent être utilisées activement par les banques centrales, y compris sectoriellement, pour encadrer l'activité de crédit privé. La création monétaire directe doit aussi être utilisée pour financer la transition énergétique. Des banques centrales indépendantes seront capable de contrôler les dérives éventuelles des Etats (§ 14).

Il est particulièrement urgent pour la zone euro de relancer sa demande intérieure, car le scénario déflationniste serait beaucoup plus agité qu'au Japon, à cause de son morcellement ethnique et de l'afflux de réfugiés. Si elle n'éclate pas, la zone euro doit s'unir politiquement, fiscalement et budgétairement. Les dettes des Etats actuels doivent être annulées en grande partie. Des financements d'investissements en infrastructure par la BEI, financée par la BCE, sont une bonne option pour le court terme (§ 15).

La politique publique doit se réappropriier les deux armes essentielles que sont la création monétaire et le contrôle du crédit car les marchés financiers libéralisés ont conduit les économies et la croissance dans l'impasse.

Ce discours disruptif résonne fortement avec les propos que nous tenons depuis 6 ans sur ce blog dont voici quelques synthèses :

## Voici le résumé chapitre par chapitre de l'ouvrage d'Adair Turner, « Between the Debt and the Devil », Princeton University Press, ISBN: 9780691169644, Nov 2015

### Première partie – Trop de finance

#### • Chapitre 1 – L'utopie de la finance pour tous.

Partout dans le monde, la finance a cru plus vite que l'économie réelle. Le secteur privé est de plus en plus endetté : en 1945 aux USA la dette privée était de 50% du PIB, en 2007, de 160%. Les ménages et les entreprises, de plus en plus endettés, détiennent aussi de plus en plus d'actifs financiers. Après les années 70, les opérations

internes au système financier ont explosé. En 1964 au Royaume Uni, les prêts à l'économie réelle représentaient 90% du bilan des banques ; en 2008, l'interbancaire représentait la moitié de ces bilans. Ce sont surtout les dérivés de crédit et la titrisation qui se sont développés, complexifiant à l'extrême le système financier.

Les régulateurs étaient convaincus que la libre concurrence résultait nécessairement en une activité utile, en une stabilité accrue, en une meilleure

identification, allocation et mise à prix des risques. Quant aux banquiers centraux, la monnaie, le crédit et les banques étant absents de leurs modèles de prévision, ils considéraient la finance comme un « voile » neutre. Ils n'ont donc prêté attention ni à l'endettement croissant, ni au volume croissants des transactions intrafinancières.

#### • Chapitre 2 – Des marchés financiers inefficients

Les Etats Unis de 1950 étaient déjà une économie capitaliste développée, disposant d'un système financier



Prise de conscience de la finance du risque climatique – Garnotte, tous droits réservés

évolué. Il pesait alors 3% du PIB, il en pèse 8% aujourd'hui. Etait ce indispensable à la croissance américaine ? La théorie économique des marchés efficients et des attentes rationnelles des investisseurs est très largement démentie par l'observation des cycles de bulles et de crises depuis plusieurs siècles. Si on admet que les marchés financiers peuvent être inefficients, il faut admettre que la financiarisation accrue peut avoir des effets négatifs. Est elle un facteur d'instabilité ?

La liquidité par exemple ne réduit pas toujours la volatilité. L'exemple de la Grèce montre que des produits comme les CDS qui augmentent la liquidité d'un marché d'emprunts d'Etat dispensent les investisseurs de s'interroger sur la solvabilité réelle de l'emprunteur.

Il faut rejeter les arguments dogmatiques en faveur d'une libéralisation et d'une intégration toujours plus poussée des marchés financiers, et envisager pragmatiquement de les encadrer pour s'assurer qu'ils créent bien de la valeur.

## **Partie II – Les dangers de la dette**

### **• Chapitre 3 – La dette, les banques et l'argent qu'elles créent.**

La recherche économique montre que la gravité des crises économiques est augmentée par les activités de crédit pro-cycliques (crédit facile en période de hausse et restreint en période de baisse). Quand la dette finance l'exubérance irrationnelle, une crise économique s'ensuit. L'endettement réel des économies avancées a augmenté avant la crise parce que la dette privée a crû plus vite que le PNB nominal. La question est de savoir si une telle croissance du crédit était nécessaire pour la croissance économique.

La dette produit un intérêt fixe, alors que le rendement d'une action varie en fonction de risques que l'investisseur ne contrôle pas. La dette permet donc de financer des investissements risqués, comme le rail dans l'Angleterre du XIXème siècle par exemple. Mais précisément à cause de sa nature fixe, la dette peut ignorer la situation réelle de sa contrepartie, et s'interrompre brutalement. En Irlande, l'offre de crédit a cru de 20% par an de 2004 à 2008, et s'est contractée de 1% par an entre 2009 et 2013. En cas de crise, la déflation par la dette (I.Fischer) conduit à la déflation et au surendettement.

Contrairement à ce qui est écrit dans les manuels, les banques ne sont pas un simple intermédiaire qui prête l'argent des dépôts. Elles fabriquent du crédit, de l'argent et du pouvoir d'achat. Elles prêtent en créditant un compte de prêt sur leur bilan, et enregistrent en même temps la dette de l'emprunteur en contrepartie. L'argent fabriqué par ce jeu d'écritures est mis à la disposition du client, qui bénéficie d'un pouvoir d'achat immédiat. Au Royaume-Uni, 98% de l'argent est créé sous cette forme, et seulement 2% circule sous forme de pièces et billets. La création de pouvoir d'achat joue un rôle crucial dans la stimulation de la demande nominale.

### **• Chapitre 4 – Trop de la mauvaise sorte de dette**

Dans le système bancaire moderne, l'essentiel du crédit ne sert pas à financer des investissements nouveaux. Il sert à financer des actifs existants, et en particulier l'immobilier. En 2012 au Royaume-Uni, 65% des prêts bancaires étaient destinés à l'immobilier résidentiel, 14% à l'immobilier de bureau, 7% au crédit à la consommation, et 14% aux entreprises. Le crédit a fortement soutenu la croissance de la consommation des ménages (au sens large, incluant l'immobilier résidentiel dans la consommation). Or, celui-ci peut avoir un rôle économique néfaste, aux plans macro et micro économique. Les ménages peuvent s'endetter pour maintenir un niveau de consommation incompatible avec leurs perspectives de revenus ; les crédits hypothécaires laissent de l'endettement net si les prix baissent. Si le crédit finance la consommation plutôt que l'investissement, les dettes ont moins de chance d'être remboursées un jour : on le sait pour la dette publique, mais pas assez pour la dette privée.

C'est l'offre de crédit dans la période pré-2008 qui a poussé les prix immobiliers vers le haut ; le signal prix envoyé par le marché concurrentiel incitait à l'investissement ; beaucoup d'entrepreneurs individuels s'en sont très bien sortis en vendant juste avant la crise, mais le résultat collectif a été un désastre. Le refinancement d'actifs existants augmente l'ampleur des cycles « bulle puis chute ».

Le patrimoine des économies avancées est de 5 à 6 fois le revenu national, contre 3 fois dans les années 70. L'augmentation de la valeur de l'immobilier explique en grande partie cette croissance. Cela peut paraître étrange dans notre économie que l'on croit virtuelle. En fait, la part croissante de l'immobilier dans la richesse est une conséquence directe des nouvelles technologies de l'information. Celles-ci sont très peu intensives en capital ; il est logique que l'investissement immobilier dont le prix ne baisse pas augmente en proportion.

Le prêt immobilier, gagé sur la valeur du bien, est une activité facile pour le banquier, qui n'a pas à faire d'analyse de la solvabilité de l'emprunteur ; elle se nourrit elle-même, puisque plus d'achat fait monter les prix. On a une instabilité structurelle alimentée par la capacité infinie des banques à créer du crédit, de l'argent et du pouvoir d'achat, et par l'inélasticité de l'offre d'immobilier résidentiel, qui est quasi fixe dans certaines villes.

### • Chapitre 5 – Dans le piège du surendettement

Dans les années 80, le Japon a encouragé ses banques à prêter à l'immobilier. Il en est résulté un boom massif du crédit immobilier : en 4 ans, multiplication par 4 du crédit et par 2,5 des prix. Le foncier valait 2,5 fois le PIB. La valeur foncière du district Chiyoda de Tokyo dépassait celle du Canada entier. La bulle a éclaté en 1990, avec des chutes de prix de jusqu'à 80% pour les bureaux. Les entreprises japonaises, qui avaient emprunté dans l'espoir de profiter de la hausse de l'immobilier, ont dû rembourser leur dette avec le cash qu'elles généraient, et ont donc arrêté d'investir pour se désendetter. Le Japon est entré dans une période de plus de 20 ans de « récession pour assainissement des bilans ». Et ceci, indépendamment de toute faillite bancaire ou du système financier.

L'effondrement du marché hypothécaire aux USA après 2008 a causé une récession économique grave. Les ménages ont réduit leur consommation pour rembourser leur dette ; l'économie locale, boutiques, restaurants, a chuté, surtout dans les zones les plus denses, donc où les prix et les niveaux d'endettement étaient les plus élevés.

Les banques centrales n'ont pas réussi à relancer la demande par une offre de crédit à taux bas, parce que la demande n'était pas là : l'économie était déjà surendettée.

Le désendettement des entreprises japonaises a entraîné une récession qui a diminué les recettes fiscales de l'Etat et augmenté ses dépenses sociales, donc son déficit. La dette du secteur privé n'a pas disparu, elle s'est déplacée vers le secteur public. C'est aussi ce qui s'est passé dans la plupart des économies avancées ; en général, le coût de la récession pour les Etats a été bien supérieur à celui du sauvetage des banques.

L'un des seuls pays dont le niveau d'endettement actuel, à 108% du PIB, est inférieur à celui de 2000, est l'Allemagne ; mais la croissance allemande est bien due à une croissance insoutenable de l'endettement, non pas chez elle, mais sur ses marchés à l'export.

Les leviers traditionnels de la politique monétaire sont affaiblis par des niveaux élevés d'endettement. En 2012, la Banque d'Angleterre a calculé que sa politique monétaire avait permis de générer 1,5% de croissance. Mais comme l'assouplissement monétaire stimule l'économie par le prix des actifs, il augmente les inégalités. Compte tenu de la manière dont le crédit bancaire est utilisé dans les économies avancées, les taux d'intérêt très bas stimulent la spéculation sur les actifs existants plutôt que les nouveaux investissements.

La politique monétaire accommodante n'est pas un remède au surendettement, elle aggrave le mal.

### • Chapitre 6 – Libéralisation, innovation, le cycle du crédit sous stéroïdes

Les économies avancées ne sont pas devenues plus efficaces avec l'intensification de l'activité financière. Depuis les années 70, les taux de croissance n'ont pas augmenté, par contre, un krach sévère est advenu en 2008, puis une récession.

Le système de Bretton Woods s'est effondré en 1970 et a été remplacé par un système de changes flottants qui a contribué au gonflement du secteur financier, les grandes banques sont maintenant globales. Le change flottant semblait justifier la libéralisation des marchés intérieurs de capitaux. Les banques commerciales se sont

lancées sur les marchés immobiliers, précédemment dominés par les mutuelles ; elles ont pu exercer différents métiers, les limites sectorielles au crédit ont été abolies, les marchés et produits financiers étant traités comme n'importe quel produit dans la confiance dans le libéralisme et la libre concurrence.

La titrisation et les fonds monétaires (money market funds), qui rémunéraient les dépôts mieux que les banques, sont apparus dans les années 80. Un crédit hypothécaire à un ménage américain pouvait être intermédié entièrement à l'extérieur du système bancaire : originé par un courtier, placé dans un véhicule de titrisation, financé par un fonds monétaire. Les salles de marché des banques sont devenues leur centre de profit le plus important, et les bilans des banques ont été dominés par l'intrafinancier.

La désintermédiation n'empêchait pas le risque de rester à l'intérieur du système bancaire ; mais le « shadow banking » a démultiplié la capacité de création monétaire et de crédit. Elle a aussi mis un terme à toutes les incitations à la prudence dans les pratiques d'octroi de crédit.

L'avènement du marché, plus de produits, plus de liquidité, plus de prix, permettrait une allocation plus efficiente du capital si les marchés étaient parfaits et les individus rationnels. Dans le monde réel, la libéralisation des marchés de dette a turbochargé le cycle de crédit et produit le désastre de 2008.

Les marchés financiers libéralisés n'ont pas non plus fourni des prix plus justes. L'inefficience et l'instabilité de ceux-ci ont eu des conséquences importantes à cause de la comptabilité en valeur de marché (mark to market) et de l'usage de collatéraux, qui ont auto renforcés et accentué les mouvements de prix.

L'utilisation des modèles de VAR (Valeur en risque) a accentué cette instabilité câblée (hardwired) dans le système. Ces modèles sont pour des raisons de commodité basés sur la loi statistique normale, alors qu'il est démontré que le prix des actifs financiers ne la suit pas ; en outre, ils font l'erreur conceptuelle de prévoir le futur à l'aide de l'observation du passé, gommant la notion même d'incertitude. Ces modèles n'ont pas évité la crise, mais ils ont eu des effets procycliques, poussant les traders à faire plus de volume quand la volatilité diminuait, ce qui augmente les prix, la confiance, et réduit encore la volatilité...

Ce sont ces outils déficients de gestion du risque qui ont installé l'instabilité au cœur du système financier et provoqué l'effondrement de 2008, et non une course aux dépôts dans un contexte de faillite bancaire (bank run) .... Tout ce que la valorisation en valeur de marché a fait, c'est de permettre aux meilleurs, c'est-à-dire aux plus gros dans un monde technologique, d'éviter les pertes et de sortir avant les retardataires, mais certainement pas d'éviter la crise.

L'innovation financière ne peut produire du rendement par magie, si le gâteau global de la croissance de l'économie réelle n'augmente pas. Une grande partie de cette activité est un jeu à somme nulle, qui bénéficie aux meilleurs joueurs mais pas à la société dans son ensemble, et qui absorbe des ressources, en capital physique et humain, que l'investisseur doit payer.

Le bilan social de l'accroissement de l'intensité intra financière est négatif ; elle a rendu le système plus instable, une crise majeure plus probable, et, en facilitant la création de crédit, le poids du surendettement plus lourd.

## • Chapitre 7 – La spéculation, l'inégalité, le crédit inutile

Depuis les années 90, le PIB des économies avancées croît d'environ 5% par an, avec une croissance réelle de 2 à 3% et une inflation de 1 à 3% ; ceci alors que le crédit croît, lui, de 10 à 15% par an. Une telle hausse du crédit n'est pas nécessaire pour soutenir la croissance, heureusement, car elle provoque crise et récession. Cette hausse du crédit n'a pas stimulé la demande, et nous pouvons stimuler la demande sans avoir recours au crédit privé.

La quantité et l'allocation du crédit ne doivent pas être laissées aux forces d'un marché libéralisé. La demande peut être créée par de la monnaie fiduciaire (fiat money) gouvernementale. Le gouvernement peut encourir un déficit d'1% du PIB en créditant directement les comptes des particuliers, par l'intermédiaire de banques soumises à des taux de réserve obligatoires de 100% à la Banque Centrale : de cette manière, le pouvoir d'achat augmentera de 1% du PIB, et la masse monétaire du même montant. L'efficacité de cette arme dépend

de son montant : trop, c'est l'inflation.

Le processus de création monétaire par les banques privées a toujours été instable historiquement. Henry Simons écrit que par la nature même du système, les banques créent de la monnaie dans les périodes de boom et précipitent ensuite les efforts futiles de liquidation. C'est pourquoi les banques centrales ont cherché à réguler le système bancaire ; mais depuis 30 ans, elles se sont détournées de l'allocation et du montant du crédit privé, pour se concentrer sur l'inflation. La création de crédit privé, quand elle finance l'acquisition d'actifs existants, ne stimule pas la demande autant que si elle s'oriente vers l'investissement.

L'inégalité a cru de manière drastique au cours des 30 dernières années, ce qui est dû à la globalisation et aux nouvelles technologies. L'inégalité croissante augmente la demande de crédit, et le recours accru au crédit accroît les inégalités. Les personnes riches épargnent plus que les autres, ce qui diminue la demande globale. Eccles explique ainsi la crise des années 30 : « le patrimoine s'était accumulé entre quelques mains ; mais en ôtant aux masses le pouvoir d'acheter leurs produits, les riches se sont privés de ce qui justifiait l'investissement dans de nouvelles usines. Les pauvres ne pouvaient rester dans le jeu qu'en empruntant. Quand le crédit s'est arrêté, le jeu aussi. »

La crise a montré que l'endettement rend plus vulnérables les plus démunis. Entre 2003 et 2013 au Royaume Uni, les ménages qui occupaient un logement acheté à crédit ont perdu collectivement £ 59 bn : les propriétaires qui louaient ont gagné £ 434 bn.

Le fait que le crédit a financé de l'immobilier ou de la consommation dans un contexte d'inégalité croissante explique que la croissance du PIB a été moindre que celle du crédit. L'autre facteur important sont les flux internationaux de capitaux, qui eux aussi ont servi à financer des bulles d'actifs plus que des investissements productifs. Ainsi les surplus allemands et chinois ont financé des programmes de construction oiseux aux USA, en Espagne, en Irlande. Ils n'ont donc pas généré les cash flows qui auraient rendu la dette remboursable. Les déséquilibres de balance des paiements ont contribué au phénomène de croissance rapide du crédit sans inflation, qui nous laisse avec le surendettement.

Des politiques qui adressent la dynamique fondamentale de la croissance du crédit sont donc tout aussi importantes que le détail des ratios et de la résolution bancaire ou le contrôle des dérivés.

L'investissement décline en % du PIB dans la plupart des économies avancées. Sommes nous condamnés à une stagnation séculaire ? La baisse peut s'expliquer par la baisse relative du prix des équipements par rapport aux biens de consommation courante (33% de 1990 à 2014), notamment liés au progrès technologique. On crée de plus en plus de valeur avec un investissement minimal (exemple Facebook), on a donc moins d'investissement par rapport à l'épargne, cela fait baisser les taux d'intérêt et augmente la compétition pour les biens non reproductibles comme l'immobilier.

Il y a pourtant des besoins importants d'investissements en infrastructures, dans la transition énergétique ou dans le transport aux USA par exemple. Mais ceux-ci dépendent d'une impulsion ou d'un financement direct par le secteur public.

Si nous sommes réellement dans une situation où la demande mondiale est déficiente, nous pouvons utiliser la création monétaire fiduciaire pour stimuler la demande nominale ; l'orthodoxie pré-crise a été trop laxiste avec la création monétaire par le secteur privé, et trop absolue dans son interdiction de la création monétaire par ailleurs.

## **Partie III – Dette, développement et flux de capitaux**

### **• Chapitre 8 – La dette et le développement**

Très peu de pays ont rattrapé l'Occident en termes de niveau de vie. L'amérique latine plafonne à 30- 40% du niveau de vie américain depuis 40 ans. La Chine a cru très vite mais son revenu par habitant doit encore quadrupler pour se rapprocher d'un niveau occidental. Seuls 3 pays ont rattrapé nos niveaux de vie : le Japon, la Corée et Taiwan. Ce ne sont ni le consensus de Washington, ni des marchés libéralisés qui ont permis leur

croissance mais bien les protections douanières et l'encadrement strict des activités financières et de crédit.

Trois éléments ont été cruciaux : le foncier, avec la création de petits propriétaires fermiers très productifs ; une politique industrielle tournée vers l'export avec une protection du marché intérieur ; un interventionnisme financier pour maintenir un fort taux d'investissement productif. Des politiques qui obligent les banques à prêter aux entreprises, qui restreignent le crédit à la consommation et font en sorte que l'épargne soit peu rémunérée. L'investissement au Japon, ou en Corée où les banques ont été nationalisées, a de fait été subventionné par un transfert de ressources des ménages épargnants vers les entreprises, et ceci a rendu possible la croissance. Le crédit a été dirigé par des instructions données aux banques et des politiques de rachat des banques centrales. L'orientation efficace du crédit a été beaucoup plus efficace pour le rattrapage de ces pays que le contrôle de l'inflation.

Le consensus de Washington voulait dépolitiser le crédit mais il a aussi libéralisé le marché, ce qui a causé des bulles immobilières à Jakarta, Kuala Lumpur, Bangkok, et finalement la crise asiatique de 1997.

La Chine qui a également connu une croissance basée sur le crédit est confrontée au surendettement comme les pays avancés ; mais son potentiel de croissance est de 5% par an, et peut lui permettre en faisant croître le dénominateur de réduire le ratio dette/PIB sans monétisation.

### • Chapitre 9 – Trop de la mauvaise sorte de flux de capitaux – l'illusion européenne

La pénétration de la finance (financial deepening) à l'intérieur des pays n'est pas bénéficiaire dans tous les cas et sans limite ; il en est de même pour l'intégration financière internationale. Des marchés financiers globaux libéralisés créeront trop de la mauvaise sorte de flux de capitaux. Ils peuvent déstabiliser les économies émergentes, et dans la zone euro, ils ont joué un grand rôle dans la crise post 2008.

Dans la décade précédant la crise, les déséquilibres de balance des paiements sont passés de 0,5% à 2% du PIB global. Les pays en excédent ont accumulé des stocks importants pendant que d'autres creusaient leur déficit.

L'investissement direct en Chine a été « de la bonne sorte » : un investissement qui finance l'investissement en capital immobilisé, qui génère de quoi rembourser la dette. Mais la plupart des flux internationaux de capitaux ne vont pas des pays riches vers les pays pauvres, comme cela a pu être le cas avec l'Angleterre pré 1<sup>ère</sup> guerre mondiale et son empire colonial. Et ils ne financent pas de l'investissement soutenable. La plupart des flux vont des pays pauvres aux pays riches, ou entre pays de même niveau comme dans la zone euro, et ils financent de la consommation insoutenable, des investissements inutiles et des bulles d'actifs immobiliers.

Le surendettement qui en résulte génère des pressions déflationnistes dans les pays en déficit. Et les contraintes sur le financement du déficit sont très nuisibles. Même quand l'excès de dette provient du secteur privé, les gouvernements peuvent devoir resserrer la politique fiscale et monétaire pour prévenir une dévaluation excessive. Les Etats-Unis n'ont pas cette contrainte, à cause du statut de monnaie de réserve du dollar.

En outre, les flux de capitaux internationaux sont très volatiles, leur volume brut est très supérieur à leur volume net. Les flux bruts sur les pays riches sont passés de 10 fois le Pib en 1970 à 37 fois en 2000. Le bénéfice social d'une activité comme le carry trade n'est pas clair, alors qu'elle emploie des personnes très qualifiées. L'instabilité est magnifiée par une information partielle des investisseurs qui raisonnent par grande catégorie (exemple : « les BRICS »).

On ne peut démontrer que cette libéralisation a engendré de la croissance (cf article récent de l'économiste Hélène Rey). Et cependant, une sorte de foi dans les bénéfices de l'intégration financière globale fait décrire les résultats des observations empiriques comme « ambigus » plutôt que « négatifs ».

La crise européenne a été causée par l'interaction entre des marchés financiers inefficients et instables et une conception de l'euro profondément erronée.

Les flux de capitaux ont considérablement crû en Europe après la mise en place de l'euro : le déficit de la balance des paiements a cru de 3% à 10% du PIB en Espagne, de 0 à 6% en Irlande, l'Italie est passée d'un

surplus de 1% à un déficit de 3%. Mais là encore la destination de ces investissements a été non soutenable. En Grèce par exemple, ils ont financé des déficits publics insoutenables. La liquidité accrue des emprunts de l'Etat Grec a permis au gouvernement de s'endetter de manière non soutenable ; les marchés ont mal alloué les capitaux.

En 2010 les mouvements de capitaux internes à la zone euro se sont brutalement arrêtés, en laissant l'Europe avec le surendettement. Le problème fondamental est que la dette de la zone euro n'est pas émise au niveau fédéral, mais par des états sous-souverains qui n'ont plus la capacité si nécessaire de rembourser la dette avec de la monnaie fiduciaire. Le résultat a été que la dette en moyenne a coûté plus cher aux pays de la zone euro qu'à d'autres pays dans une situation comparable, comme le Japon. Et que la zone euro a été obligée de maintenir les déficits fiscaux à environ 2%, bien en dessous des 6 à 7% permis au Japon, aux USA, au Royaume-Uni. C'est pourquoi la récession est plus profonde et plus durable en Europe.

La zone euro a besoin d'une réforme radicale. Les dette au niveau sous-souverain doivent être drastiquement réduites, et remplacées par de la dette fédérale. De la capacité de déficit fiscal contracyclique doit être créée au niveau fédéral. La monétisation d'une partie de la dette publique sera nécessaire. Seulement en devenant une union monétaire complète et donc une union politique, la zone euro pourra gérer les problèmes laissés derrière eux par des marchés financiers irrationnels et inefficients. L'idée que l'intégration financière est toujours bénéficiaire est une illusion.

## **Partie IV – Réparer le système**

### **• Chapitre 10 – Des banquiers inadéquats dans un système instable**

Penser que des banquiers indécents sont responsables de la crise amène à des solutions inadaptées. Certes, les mauvaises pratiques de prêt avant la crise justifient une réaction du régulateur ; notamment, les cadres et les administrateurs doivent être tenus responsables des conséquences de leurs décisions. Mais les politiques suivies doivent tenir compte de ce que même des prêts sains au niveau individuel peuvent avoir des conséquences globales néfastes pour l'économie, et ce même si aucune banque ne fait défaut et si l'argent public n'est pas sollicité.

D'ailleurs, le surendettement post-crise ne résulte pas des emprunteurs qui font faillite, au contraire. Ce sont ceux qui réussissent à payer leurs prêts en coupant consommation et investissement qui causent la récession. De même, les banques qui s'en sont sorties avant la crise sont celles qui ont su passer leurs positions avec profit à celles qui ont fait faillite, et elles ont tout autant contribué à l'instabilité du système. Les « bons » prêts peuvent générer des effets globaux négatifs, de même que les émissions de la voiture la plus efficiente contribuent quand même au réchauffement global.

Certes, les nouvelles régulations qui encadrent les incitations des banquiers, malheureusement limitées à l'Europe, sont une bonne chose. Mais il ne faut pas surestimer leur importance. Les dirigeants de Lehman et RBS ont perdu tout leur patrimoine personnel avec la faillite de ces banques. Ils n'ont pas agi cyniquement, ils n'ont pas cherché consciemment à encaisser le jackpot : ils ont cru honnêtement, mais de manière erronée, servir les intérêts de leurs actionnaires.

Les convictions qu'ils avaient sur la stabilité du système financier étaient appuyées par les autorités publiques responsables. Le FMI disait que l'innovation financière avait rendu le système plus stable. La foi dans les vertus de l'achèvement du marché (market completion) et de la liquidité était totale, et justifiée par des preuves circulaires. Ainsi Alan Greenspan en 2005 : « la meilleure preuve des bénéfices des dérivés est leur croissance spectaculaire ». Les travaux de Rajan présentés à Jackson Hole en 2005 « Les marchés financiers ont-ils rendu le monde plus risqué ? » ont été rejetés.

La théorie monétaire et les banques centrales portaient du principe qu'une inflation faible et durable générerait la stabilité macroéconomique. Le système bancaire était donc totalement absent des modèles DGSE utilisés par les banques centrales. L'essentiel de l'argent dans les économies avancées ne sert pas des transactions, mais résulte du crédit et est placé. Le stock de crédit et d'argent peut donc croître sans générer de l'inflation, mais en

amenant une crise de surendettement. Les économistes auraient dû conclure de l'observation des faits que l'argent n'est pas un indicateur de l'inflation future, alors que le stock de crédit, lui est important à cause de ses implications pour la stabilité financière, des risques de surendettement et de déflation. Dans l'avenir il nous faut contraindre la croissance de ce stock.

La réforme de la résolution bancaire n'est pas suffisante. Si de nombreuses banques sont en difficulté en même temps, les pertes que la résolution instaure sur les créanciers obligataires peuvent créer un problème massif de confiance, qui génèrera de l'instabilité. Une augmentation des exigences de capital eût été préférable.

Lors de la Grande Dépression, des économistes ont présenté le très radical « Plan de Chicago » au Président Roosevelt. Pas de mesures punitives ou réglementaires sur les banques : simplement, l'abolition du système des réserves obligatoires fractionnelles à la Banque Centrale : passage à 100% de réserves obligatoires. Bien que trop radical, ce plan adressait bien le problème fondamental : dans un marché libre, les banques créeront trop de crédit.

- **Chapitre 11 – Mettre en place les bons fondamentaux**

Au cœur de l'instabilité dans le système financier, il y a l'interaction entre une offre de crédit illimitée et une offre immobilière et foncière inélastique. Les prix immobiliers à Londres ont triplé depuis 1990 ; tandis que ceux des grandes villes japonaises ont été réduits des trois quarts. Même dans les pays peu peuplés, le regroupement dans une seule ville peut avoir cet effet, voir Stockholm.

Les politiques publiques ne pourront annuler cet effet, mais elles devraient le mitiger. Une planification urbaine active, avec l'émergence de villes compactes, remplirait cet objectif. La politique fiscale est importante aussi, beaucoup de politiques fiscales mettent de l'huile sur le feu en avantageant la détention immobilière : les intérêts d'emprunt sont presque partout déductibles pour les investisseurs locatifs. Il faut taxer le foncier et son appréciation, comme l'économiste Henri George l'avait déjà démontré il y a 100 ans.

L'inégalité rend nécessaire une croissance du crédit supérieure à celle du PIB pour maintenir la demande nominale. Il faut limiter l'offre de crédit : plus d'exigences en capital pour les banques, des limites en valeur ou en revenu pour les prêts hypothécaires, limiter la publicité pour les crédits très onéreux à la consommation (ndlr : les cartes de crédit dans le système anglo-saxon portent un intérêt mensuel de 10 à 20% sur des soldes reportables).

Il faut aussi réduire les inégalités, pour la stabilité financière mais aussi pour des raisons sociales plus larges. Il faut redistribuer le revenu et la richesse, que ce soit par la fiscalité et la dépense publique ou des actions sur le marché du travail. On peut penser à une garantie de revenu minimum pour tous ou à une taxe sur la fortune. Ces mesures auront peu de soutien politique, car l'un des effets de l'inégalité croissante avant impôt est paradoxalement de réduire le soutien à la redistribution.

Il faut aussi réduire les déséquilibres de balance des paiements, qui sont revenus à des niveaux proches de ceux qui ont provoqué la crise. Le plus important contributeur de la zone euro est l'Allemagne, dont le surplus est de + de 5% du PIB depuis 2006. C'est le résultat de politiques intérieures délibérées : réforme du marché du travail, fiscalité favorisant les entreprises. Du coup le modèle allemand a reposé sur des déficits et une croissance du crédit à l'extérieur qui s'avère insoutenable. Des politiques qui soutiennent la demande intérieure de la zone euro sont de ce point de vue essentielles.

Beaucoup de pays émergents dont l'Asie détiennent des stocks importants de réserves en dollar par prudence. Cette accumulation a eu pour contrepartie des déficits importants notamment aux USA. Il faut réformer le système monétaire international pour avoir des facilités de liquidité plus importantes et/ou abandonner le rôle de monnaie de réserve du dollar.

- **Chapitre 12 – Abolir les banques, taxer la pollution de la dette, et encourager l'investissement en capital**

Après la crise de 1929, les économistes de Chicago, pourtant libéraux, ont proposé une combinaison

radicale de banques à 100% de réserves obligatoires à la Banque Centrale et de déficit financé par la création monétaire. Un article récent du FMI de Michael Kumhof et Jaromir Benes va même plus loin, puisqu'il propose aussi une réduction radicale du levier actuel.

Mais cette approche est également risquée. Les gouvernements peuvent aussi allouer créer trop d'argent, ou mal l'allouer. Il ne s'agit pas de diaboliser l'un ou l'autre du crédit privé et de la monnaie fiduciaire ; c'est un choix entre deux dangers, et la meilleure politique sera sans doute une combinaison.

En outre, les réserves à 100% ne suffisent pas à résoudre le problème de la création excessive de dette privée, car celle-ci peut être créée en dehors du système bancaire.

Les difficultés de la transition avec la situation actuelle sont importantes. Kumhof et Benes proposent de remplacer la dette hypothécaire par des réserves monétaires dans le bilan des banques : mais cela créerait des inégalités importantes qui devraient être compensées.

La création de dette a une externalité sociale négative ; la dette peut être une forme de pollution économique. La taxer est une réponse de principe appropriée. La plupart des régimes fiscaux aujourd'hui sont très favorables à la dette contre l'investissement en actions, par exemple en permettant une déductibilité totale des intérêts d'emprunt, mais pas des dividendes. Les régimes fiscaux subventionnent à peu près partout l'investissement par endettement dans un actif. C'est de ceci que dépend largement le rendement des fonds de private equity.

On peut aussi penser à de la créativité financière socialement utile qui consisterait à développer les produits hybrides dette/capital, notamment pour financer l'immobilier. Le prêteur serait associé à l'évolution du prix du bien, et le contrat prendrait en compte la situation personnelle de l'emprunteur : un partage de risques. Cela réduirait les risques macro économiques, et serait plus juste .

### • **Chapitre 13 – Gérer la quantité et le mix de dette**

Quels instruments utiliser au niveau des banques ? Le taux d'intérêt bien sûr, mais différents produits de crédit n'ont pas la même élasticité aux variations des taux d'intérêt : l'immobilier face aux anticipations de hausse de prix, par exemple.

La réforme des exigences de capital des banques est très insuffisante. Admati et Hellwig, (The Bankers' new clothes)proposent un ratio non de 5 à 10% pour les plus grosses banques comme actuellement , mais de 20 à 25%, et pas des actifs pondérés en risque, mais des actifs comptables. Cette proposition renchérirait le coût du crédit aux ménages et aux entreprises, mais elle nous paraît valide dans l'optique de contraindre la croissance du crédit privé.

Le coussin de capital contracyclique est une bonne mesure mais son niveau actuel à 2,5% est trop faible. Le montant doit être augmenté et le déclenchement, bien avant qu'on observe une contraction du crédit.

Le ratio de réserves obligatoires est un outil plus sûr que l'exigence de capital, car le capital peut varier indépendamment de la volonté du régulateur, pas les réserves. Les banques centrales peuvent de plus déterminer le niveau de rémunération de ces réserves, et donc prélever une taxe si elles les rémunèrent sous le marché. Plusieurs pays émergents les utilisent avec succès et avec des variations sectorielles : c'est un outil qui doit revenir dans les instruments de base des banques centrales.

La pondération des risques utilisée dans la réglementation financière de solvabilité doit refléter les risques sociaux, pas les risques privés. Les banques centrales et les régulateurs doivent revoir la pondération des risques en prenant en compte les risques systémiques et macro-économiques, que les banques individuelles ne peuvent pas prendre en compte ni évaluer seules. Ceci peut être réalisé en mettant des exigences en capital sur les actifs comptables, ou en pondérant beaucoup plus l'immobilier.

Il faut aussi contraindre l'activité de shadow banking. Le Conseil de Stabilité Financière a proposé des mesures à cet effet. La mesure essentielle est l'imposition de décotes minima sur les marchés de financement comme le repo, imposant des exigences de capital au niveau des contrats et non des institutions. Les objections

concernant l'offre de crédit et la liquidité sont invalides, car nous avons montré que leur bénéfice est relatif.

Il faut revoir la manière dont les crédits immobiliers sont accordés : étendre à tous les pays ce qui se fait au Royaume Uni, à savoir que les prêteurs n'ont pas le droit de supposer une hausse des valeurs quand ils accordent un contrat ; des limitations sur le ratio prêt par rapport à la valeur (LTV) ou prêt par rapport au revenu (LTI). Ceci ne rendra pas le marché immobilier moins accessible, mais au contraire, fera baisser les prix. Le crédit cher à la consommation doit aussi être encadré.

Enfin, il faut modifier la structure des banques pour séparer les métiers bancaires à l'intérieur d'un même pays, comme l'a proposé le groupe Liikanen. Cela réduit le risque de contagion d'une crise donnée. Les ingénieurs isolent bien les différentes parties d'une centrale nucléaire par souci de sécurité, même si cela nuit à son efficacité globale. Le système pré-crise était construit sur l'hypothèse orgueilleuse que des techniques de gestion du risque sophistiquées pouvaient rendre stable un système global.

Les filiales des banques doivent être suffisamment capitalisées et avoir assez de liquidité dans un pays donné pour être indépendantes de leur maison mère. Il faut, contre la résistance des banquiers, fragmenter le système pour une meilleure résilience.

Il faut également contrer la propension des banques à prêter à l'immobilier en mobilisant le crédit de manière directive là où il est nécessaire – infrastructures et transition énergétique. On peut créer des institutions spécifiques, comme la KfW allemande ou la Green Bank anglaise. Ces institutions ne sont pas des divergences dangereuses du marché concurrentiel, mais un remède à la mauvaise allocation du capital que peut produire un marché libéral.

Les réformes proposées ci-dessus constituent un rejet drastique de l'orthodoxie pré-crise. Elles sont interventionnistes et réduiront le crédit : nous avons montré que le marché libéralisé n'alloue pas le crédit de manière socialement optimale, et que notre économie est trop intensive en crédit.

Ces réformes nécessiteront une évolution profonde du rôle des banquiers centraux, qui devront passer de la posture de simple technicien à celle de décideur.

## **Partie V – Sortir du surendettement**

### **• Chapitre 14 – Briser le tabou du financement monétaire**

Sept ans après, ni les USA ni la zone euro n'ont retrouvé le niveau de PIB d'avant la crise. Au sein des économies avancées, la confiance dans la capacité de l'économie capitaliste à délivrer une prospérité croissante est entamée. Les facteurs démographiques à long terme ne peuvent expliquer la chute soudaine de la croissance après 2008. Pour que les économies avancées renouent avec leur potentiel de croissance dans le cadre d'une inflation de 2%, la demande doit croître de 4 à 5% par an. Elle a cru de moins de 3% au USA et au RU, de zéro au Japon et de 0,5% dans la zone euro en moyenne annuelle depuis la crise.

La demande nominale est l'un des rares sujets en économie pour lesquels il y a toujours une solution. En créant et en dépensant de la monnaie fiduciaire (fiat money), les gouvernements peuvent créer n'importe quel niveau de demande. Cela a été considéré comme tabou, un chemin dangereux vers la perdition inflationniste ; mais il n'y a aucune raison technique pour que la création monétaire fiduciaire génère de l'inflation. Les tentatives de désendettement ont déprimé la croissance, mais il n'y a eu qu'un déplacement, pas une diminution des dettes.

Un stimulus fiscal beaucoup plus important aurait dû être déployé après la crise ; on estime que le Royaume Uni a perdu 3% de PIB pour ne pas l'avoir fait. Il pose cependant à terme la question du remboursement de la dette publique.

Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales n'ont pas réussi à délivrer une croissance robuste ; mais les taux bas font monter les prix des actifs et la valeur du patrimoine (wealth), et donc stimule ceux qui en détiennent ; ils accroissent l'inégalité. Et ils ne peuvent soutenir la demande que par le biais

du crédit privé qui a été à l'origine du surendettement initial. Le FMI a bien souligné dans son dernier rapport de perspective mondiale qu'un accroissement de la demande est nécessaire.

C'est Milton Friedmann le premier qui a suggéré l'idée de la monnaie hélicoptère : la création monétaire directe par l'état et distribuée à la population pour consommer ; il en résulte une croissance du PIB, et un mix d'inflation et d'augmentation de la production réelle. Trop de monnaie hélicoptère crée de l'inflation, trop peu ne relance pas assez la demande. Dans l'univers actuel, la création monétaire peut se faire électroniquement sur le compte bancaire des citoyens, ou par une baisse de l'impôt ou une dépense publique accrue. Les banques sont créditées de réserves additionnelles à la Banque Centrale, et la Banque Centrale est créditée d'un actif monétaire (une obligation perpétuelle sans intérêt du gouvernement). C'est en fait un mélange d'une pure politique fiscale et d'une pure politique monétaire.

Le danger est que les réserves additionnelles des banques leur donnent la capacité d'accroître le crédit : ce danger n'existe pas avec des réserves obligatoires à 100%. Dans un tel système la base monétaire et l'offre de monnaie sont égales, et le crédit privé et la création monétaire ne jouent aucun rôle.

Le niveau des réserves obligatoires peut être modulé : par exemple, on peut imposer 100% pour la nouvelle création monétaire, et utiliser des ratios discrétionnaires avec le temps sur le reste des passifs des banques, que la banque centrale augmentera si l'inflation menace de dépasser la cible. On peut traiter le système bancaire pour partie en 100% réserves obligatoires, et pour partie en réserves fractionnelles. Les Banques Centrales peuvent également jouer sur la rémunération qu'elles paient ou non à ces réserves ; si elles les rémunèrent à zéro, c'est une taxe sur la création future de crédit, qui pourrait être bénéfique. Il nous faut trouver une politique qui nous libère du surendettement dû à la croissance excessive du crédit dans le passé, sans dépendre de nouveaux crédits. Du déficit monétarisé aujourd'hui et des taxes sur l'intermédiation du crédit demain pourrait être une combinaison optimale.

Les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Europe se sont désendettés rapidement de l'après guerre aux années 70, grâce à l'inflation, à une croissance faible du crédit privé encadré, et à une croissance forte. Dans les circonstances actuelles, le désendettement simultané du public et du privé sera très difficile, les facteurs démographiques et technologiques limitant la croissance. Pour certains pays, c'est mathématiquement impossible. Le Japon devrait transformer son déficit fiscal actuel de 6% du PIB avant intérêt en un surplus de 6% d'ici 2020 et le maintenir pendant 10 ans pour réduire sa dette publique à 80% du PIB en 2030. Si le Japon s'engageait dans cette voie quasi impossible, les pressions déflationnistes seraient telles que le déficit public remonterait. Le « Compact fiscal » de la zone euro qui prévoit que les pays réduisent leur dette à 60% du PIB grâce à des excédents budgétaires n'est pas crédible. Il y a des dettes qui ne peuvent pas être remboursées : nous devons trouver un autre chemin pour sortir du surendettement.

La restructuration et les annulations de dette ne peuvent être laissées au marché privé, sinon elles entraîneront un cycle de déflation par la dette, tel que décrit par Fischer, qui n'est pas compatible avec le redressement de la demande. Des restructurations négociées et organisées sont préférables, par exemple une restructuration des crédits hypothécaires aurait pu être menée aux USA après 2008, elle aurait réduit la sévérité des coupes dans la consommation.

La restructuration négociée des dettes privées est très difficile, car celles qu'il faut renégocier pour soutenir la croissance ne sont pas celles qui sont déjà en défaut, mais celles que les débiteurs vont rembourser en sacrifiant une consommation et des investissements qui vont manquer à la croissance ; des dettes qui semblent remboursables.

La dette publique est plus facile à restructurer, comme cela a été le cas en Grèce ; la restructuration de la dette publique est une manière indirecte de traiter le problème de l'excès de dette privée. Mais si elle a pu être absorbée facilement en Grèce, en Italie et au Japon les montants nécessaires à une reprise de la croissance seraient bien plus problématiques pour les marchés financiers.

Il nous faut donc un mix de politiques, mais la création monétaire ne doit pas en être exclue comme un tabou. D'ailleurs, les injections de monnaie hélicoptère auraient été la meilleure solution pour les économies avancées après la crise de 2008. Au RU et aux USA, ils est trop tard. Mais cela reste une solution valide pour le

Japon et la zone euro. La zone euro devrait considérer des politiques comme une baisse d'impôt simultanée de 3 ans dans tous les pays, financée par des obligations à long terme détenues de manière permanente par la BCE (comme recommandé par les économistes Giavazzi et Tabellini).

Il serait aussi possible d'annuler une partie des dettes gouvernementales détenues par les banques centrales, au Japon par exemple, ou au RU, la Banque d'Angleterre détenant des obligations gouvernementales pour 23% du PIB. Cela rendrait la consolidation fiscale plus facile.

Obliger les banques à une forte recapitalisation est aussi un moyen d'assainir rapidement le système financier sans nouvel endettement. Si le secteur privé ne fournit pas le capital nécessaire, les gouvernements pourraient le fournir puis le vendre au fil du temps, en le financant avec de la monnaie banque centrale.

Le risque du financement monétaire n'est donc pas technique : il est politique. Comment s'assurer qu'il n'est pas utilisé excessivement ?

- **Chapitre 15 – Entre la dette et le diable – Choisir entre deux dangers (Voir [une traduction complète de ce chapitre ici](#) merci à Edouard Cottin-Euziol et RST du blog [ecodemystificateur](#))**

L'impression de monnaie fiduciaire pour financer les déficits publics est vue par beaucoup de banquiers centraux comme une sorte de péché ; le mandat de nombreuses banques centrales, y compris la BCE, le rend illégal. Et cela peut se comprendre : le financement monétaire du déficit public peut être utilisé à des fins électorales, pour des dépenses orientées politiquement, pour dépenser sans compter, comme dans la république de Weimar ou le Zimbabwe moderne. Il est comme un médicament dangereux, bénéfique à petite dose et mortel à trop forte dose.

Faut-il pour autant le bannir ? Non, d'abord parce que des gardes fous institutionnels peuvent être mis en place contre un usage excessif ; ensuite parce que le chemin alternatif pour stimuler la demande, la création de crédit privé, est tout aussi dangereux.

Les banquiers centraux sont indépendants des gouvernements ; il faudrait leur donner le pouvoir d'approuver ou non la création monétaire publique, et d'en déterminer le juste montant. Cela nécessiterait une coordination étroite entre les autorités fiscales et monétaires.

Le cas de la zone euro est spécifique. Elle se trouve dans la même difficulté et avec les mêmes conséquences prévisibles que le Japon dans les années 90 – un avenir de faible croissance et d'inflation trop faible. Mais les conséquences sociales et politiques d'une décade perdue à la japonaise seraient beaucoup plus lourdes dans une zone euro d'états indépendants, de minorités ethniques et religieuses, exposée à des afflux de migrants massifs et incontrôlables, que dans un Japon homogène culturellement et ethniquement. Il est vital de relancer l'économie de la zone euro, et sans des stimuli fiscaux et monétaires, idéalement combinés sous forme de financement monétaire direct, cette relance n'aura pas lieu.

La structure actuelle de la zone euro rend probablement cette décade perdue inévitable. La solution à long terme, si la zone euro doit perdurer, est la fédéralisation .

La meilleure solution à court terme consiste en des opérations qui sont du financement monétaire, sans le dire, pour des raisons légales et politiques. Si la BEI finance des investissements d'infrastructure, en levant des fonds avec des obligations achetées par la BCE, on est proche du financement monétaire direct sans franchir la ligne. Une telle politique a été pratiquée aux USA entre 1940 et 1951.

L'orthodoxie pré-crise a conjugué un anathème total vis-à-vis du financement monétaire avec une attitude laxiste vis-à-vis de la création de crédit privé. Les politiques futures devront refléter le choix qui existe entre deux dangers : elles devront combiner des contrôles bien plus stricts sur la création de crédit privé avec un usage discipliné du financement monétaire en tant que de besoin. Le refus d'avoir recours à celui-ci jusqu'alors a déprimé la croissance économique et conduit à une austérité fiscale sévère qui n'était pas nécessaire, et, en nous promettant des taux futurs très bas, a augmenté les risques d'instabilité financière future.

## Epilogue

### La question de la Reine et l'orgueil fatal

Au printemps 2009, la Reine s'est rendue au Département Economie de la London School of Economics et a demandé pourquoi la crise n'avait pas été anticipée. La théorie financière a failli en se basant sur l'hypothèse que les humains sont rationnels et les marchés efficients, et la macro-économie n'a pas tenu compte du fonctionnement des marchés financiers. Dans la décade qui a précédé la crise, le Comité de Politique Monétaire de la Banque d'Angleterre n'a passé que 2% de son temps à discuter de l'évolution du système bancaire. Après Keynes, les économistes qui se sont intéressés au système financier, en particulier Minsky, ont été marginalisés. L'une des raisons est qu'exclure le système financier des modèles permettait d'arriver à des résultats mathématiquement précis, et d'utiliser des modèles de type DSGE qui sont utilisés dans les banques centrales et qui influencent les choix de politique publique. On ne peut voir venir une crise quand on utilise des modèles et des théories qui posent pour hypothèse qu'une crise est impossible.

Depuis 30 ans cependant, de nombreux économistes se sont penchés sur l'instabilité des systèmes financiers et sur l'irrationalité des acteurs, dont des prix Nobel : Kahneman, Schiller, Mirrlees, Stiglitz, Akerlof, Shin... L'économie académique n'a pas été monolithique : c'est dans la sphère de la politique publique qu'une seule sorte d'idées a dominé. Les régulateurs avaient foi dans les bienfaits de la libéralisation. Nous avons besoin d'une nouvelle approche, et de l'économie, et de la politique publique.

La méthodologie appliquée par l'économie pré-crise était axiomatique et a sciemment ignoré la complexité du monde réel. Hayek a dénoncé la « vanité fatale » qui consistait pour le planificateur socialiste à prétendre connaître de manière exhaustive le présent et le futur afin de diriger l'économie. Comme l'ont souligné Frydman et Goldberg, c'est la même erreur de croire que des agents ou un planificateur rationnels peuvent produire des résultats socialement optimaux dans un monde déterminé mathématiquement.

L'économie est une science sociale qui ne pourra jamais atteindre la précision mathématique de la physique newtonnienne, et la tendance de l'économie à vouloir imiter la physique conduit à une confiance dangereuse dans la certitude de ses résultats.

Il n'y a ni marchés parfaits, ni planificateurs parfaits. Les marchés sont imparfaits, parce que le futur est incertain et que l'humain n'est pas totalement rationnel ; les politiques publiques discrétionnaires produisent des résultats imparfaits, exactement pour les mêmes raisons.

Plutôt que de poursuivre une utopie, nous devons identifier dans quels domaines les marchés libéralisés ont le plus de chance de diverger de ce qui est optimal socialement, et concevoir les politiques publiques en conséquence. Et le domaine principal est le marché de la création du crédit et les contrats de dette qui en résultent. Ces marchés doivent être contraints par des règles beaucoup plus strictes et constantes. Mais les autorités publiques ne peuvent se soustraire au besoin de prendre des décisions discrétionnaires, répondant à des conditions de marché en perpétuelle évolution.

On résistera à cette idée. L'idée que les marchés libéralisés et quelques règles macro économiques simples garantissent l'optimum social est élégante et attirante. Mais c'est une erreur fatale, qui a produit le désastre de 2008, dont beaucoup de citoyens à travers le monde souffrent encore aujourd'hui.

### Références :

Atif Mian et Amir Sufi, House of Debt

Hyman Minsky, Stabilizing and unstable economy

Helène Rey, « Dilemma not Trilemma : the global financial cycle and monetary policy independence »

Charles Kindleberger, Manias, Panics and Crashes

Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff, « Financial and Sovereign Debt Crises, Some lessons learned and those forgotten »

Buttiglione et al, « Deleveraging, what deleveraging ? »

Benes, Kumhof, « The Chicago Plan revisited »

Admati and Hellwigg, «The Bankers's new clothes »