

Guido Hülsmann

Les subprimes ?

Une crise de l'interventionnisme monétaire¹



La crise et ses causes ? Sans nul doute, le cœur de l'homme et la cupidité qui l'assaille : en témoigne la pyramide de dettes, gagées, en fait, sur l'espérance d'une plus value. Mais aussi l'absence de bon sens dont les financiers ont fait preuve dans leur prise de risques. Seraient-ils moins prudents que la majorité des gens ? Ils le sont devenus : le système monétaire contemporain, de fait, remet aux mains des banquiers un pouvoir de création monétaire arbitraire et, en même temps, les assure que la banque centrale viendra à leur secours en cas de défaillance. A quelle discipline les banquiers sont-ils incités ? Cette incitation à l'irresponsabilité est manifestement une structure de péché.

La crise actuelle n'est pas le fruit de l'économie de marché ou, si l'on veut, du capitalisme, mais d'un interventionnisme monétaire et financier de longue date. Dans le présent commentaire, nous allons (1) rappeler les points de diagnostic qui font l'unanimité, puis (2) évoquer très brièvement certaines mauvaises pistes d'interprétation, pour ensuite (3) souligner les principaux facteurs qui, selon nous, sont à l'origine de la crise. Nous allons conclure avec quelques remarques sur les remèdes qui s'imposent.

Un diagnostic qui fait l'unanimité

Tous les experts s'accordent pour dire que les prises de risque sur les marchés financiers ont été bien souvent irresponsables. Les banques et les entreprises d'investissement ont depuis

¹ Version retravaillée de l'allocution prononcée le samedi 4 avril 2009 lors du colloque "L'Eglise et la crise : comment moraliser le capitalisme ?", organisé à Paris par l'Association française des Economistes Catholiques, l'Association Internationale pour l'Enseignement Social Chrétien et l'Association pour la Fondation de Service Politique. Elle figure dans les actes du colloque publié par la revue *Liberté politique* dans son numéro 45, été 2009 www.libertepolitique.com. Elle a été publiée aussi dans le n° 128, juillet 2009, de *Liberté économique et progrès social*, le bulletin trimestriel de l'Aleps.

longtemps affaibli les soupapes de leur gestion financière, en diminuant la part de la trésorerie dans leurs actifs et en réduisant les fonds propres. De plus, elles ont systématiquement préféré des placements à plus haut risque au détriment des placements moins risqués. Il en résultait une fragilisation des marchés financiers dans leur ensemble.

En ce qui concerne les motivations *immédiates* de ces pratiques, il y a encore unanimité parmi les économistes. En effet, dans chaque cas, l'enjeu est d'augmenter la rentabilité des fonds propres des intermédiaires financiers (banques et entreprises d'investissement).

(a) En diminuant la part relative de la trésorerie dans leurs actifs, les intermédiaires financiers peuvent renforcer la part des actifs rémunérés et donc augmenter à la fois la rentabilité totale de leur capital et la rentabilité de leurs fonds propres en particulier.

(b) En réduisant la part relative de leur fonds propres les entreprises financières peuvent bénéficier d'un effet de levier sur le rendement de leur capital. Considérons l'exemple chiffré suivant : € 5M de profit net sur un investissement en fonds propres de € 50M donne un rendement net sur fonds propres de 10 %. Si l'on remplace une plus ou moins grande partie de ces fonds propres par des dettes, alors le profit net diminue (car il faut bien rémunérer la dette), mais il croît *relativement* aux fonds propres. Par exemple, si l'on remplace € 45M desdits fonds propres par un crédit à 5%, alors le profit net se calcule comme suit : € 5M – € 45M x 5% = € 2,75M. Mais ce profit net de € 2,75M rémunère maintenant un investissement en fonds propres de seulement € 5M, donc il représente un rendement net sur fonds propres de 55% !

(c) En préférant des placements à plus haut risque, les entreprises financières peuvent également augmenter leur rentabilité, car ces placements plus risqués promettent, si tout marche bien, des revenus plus élevés.

Se pose donc la question de l'interprétation de ces faits. Certaines interprétations sont insatisfaisantes sur le plan intellectuel, donc il s'agit de les écarter d'abord. Puis nous allons présenter ce qui nous semble être la principale cause de la crise.

Des explications insuffisantes

L'avidité - Sans doute il existe des gens avides. La question n'est pas non plus de savoir si ces gens sont particulièrement massés sur les marchés financiers (peut-être, personne ne le sait à l'heure actuelle) ou si l'avidité est moralement admissible (elle ne l'est pas). La véritable question est de savoir pourquoi les gens avides seraient capables de s'imposer contre tous les autres, avides ou non. Pourquoi n'y aurait-il pas d'intérêts opposés qui *neutraliseraient* la réalisation de leurs projets ? Après tout, les consommateurs et les patrons ne paient pas n'importe-quel prix. Le désir des uns de s'enrichir est effectivement neutralisé par le souci budgétaire des autres. Pourquoi cet effet serait-il absent sur les marchés financiers ? Telle est la véritable question. L'avidité ne peut pas, en tant que telle, créer une crise de cette magnitude, tant qu'il y a des intérêts effectifs qui s'opposent.

L'instabilité inhérente du capitalisme - Les économistes d'orientation keynésienne ont également recours à l'explication de la crise par l'avidité des agents financiers. Cependant, leur argumentation est plus sophistiquée et mérite donc une considération particulière. Selon eux, la principale cause de la crise est la montée du capitalisme, qui par sa nature serait effréné et irrationnel. La libéralisation des marchés financiers depuis la fin des années 1970

aurait encouragé des prises de risque irresponsables. Cette tendance n'aurait pas pu être freinée par des intérêts qui s'y opposent, car il existerait une asymétrie entre les agents financiers et leurs clients.

En effet, les intermédiaires financiers participent pleinement aux gains de leurs placements si tout va bien, tandis qu'ils ne subissent pas les pertes si l'investissement tourne mal. Certes, les agents incompetents risquent bien de perdre leur emploi; mais les pertes monétaires — des millions et des milliards d'euros — incombent à d'autres personnes. Les gains sont privés, les pertes sont socialisées. Les professionnels du secteur financier ont alors tendance à percevoir surtout les opportunités de leurs engagements et à négliger les dangers. Ils sont « exubérants » et font de mauvais choix d'investissement. D'où les crises récurrentes sur les marchés financiers.

Mais quelle est l'origine de cette asymétrie ? Pourquoi les agents financiers peuvent-ils se permettre de socialiser les coûts de leurs engagements tout en participant aux gains? Répondre que les intermédiaires financiers sont « exubérants » de par leur nature est un argument intenable car en contradiction avec les faits et le bon sens. Si les intermédiaires financiers s'enrichissaient systématiquement aux dépens de leur clientèle, alors la clientèle disparaîtrait très vite de ce secteur. Il est dès lors clair que les banques ne peuvent pas unilatéralement socialiser les coûts de leurs erreurs. Toute tentative ouverte de le faire serait simplement suicidaire. Elles ont bien au contraire tout intérêt à satisfaire leur clientèle. Elles ont tout intérêt à évaluer les risques de leurs engagements correctement, à éviter dans leurs choix des risques qui sont excessifs par rapport aux gains possibles et à bien conseiller leurs clients.

Le manque de confiance - Selon certains commentateurs, souvent issus du milieu bancaire, la crise a été déclenchée, du moins aggravée, par le manque de confiance qui s'est installé dans les marchés financiers et qui a ruiné toute coopération basée sur le crédit. Pour surmonter la crise il faut donc rétablir la confiance. Cependant, la confiance n'est pas une variable ultime dans les rouages de l'économie. Elle est le reflet de la manière dont les participants au marché perçoivent la future santé de l'économie en général, et l'avenir de leurs projets d'investissement en particulier. La confiance est forte lorsqu'elle est justifiée par le succès de nos projets passés et actuels. Elle s'affaiblit dans les crises, car les crises démontrent les faiblesses du jugement humain et révèlent les erreurs du passé.

La confiance est donc une bonne chose lorsqu'elle est justifiée. Mais comme chacun le sait, elle ne l'est pas toujours. On n'a pas confiance dans la parole de menteurs notoires. On se méfie des imposteurs et autres criminels. On se méfie des gens qui ont la tête dans la lune. On se méfie des rêveurs qui n'ont pas les pieds sur terre et qui face, à l'orage, nous invitent à sortir de la maison. Bref, sans doute la confiance est nécessaire pour le crédit, mais les crédits ne sont pas toujours justifiés. La confiance n'est pas une vertu absolue. Comme tout acte d'espoir et de foi dans l'avenir (« crédit » vient de « credere » !), elle est vertueuse uniquement lorsqu'elle se base sur la prudence. Or, notre situation est telle que personne ne sait comment les marchés vont évoluer dans les 36 mois prochains. Il serait imprudent de prendre des engagements risqués dans un tel contexte, et il serait irresponsable d'encourager de tels engagements par des subventions politiques.

La titrisation - Une autre mauvaise piste consiste à chercher les origines de la crise dans la complexité des produits financiers. Certains économistes considèrent que la titrisation et les transactions hors bilan ont changé le fonctionnement des marchés financiers. Ces instruments et pratiques, inintelligibles pour le commun des mortels, auraient permis de tromper la

vigilance des consommateurs. Ils auraient permis de vendre de bons actifs et des produits financiers inférieurs en les mettant sur un pied d'égalité. Puisque ces derniers coûtent moins cher à leur producteur, ils se sont de plus en plus imposés, tout comme les articles contrefaits se répandent aux dépens des originaux.

Cette explication n'est cependant pas pertinente: ce n'est pas parce qu'un produit devient plus compliqué sur le plan technique que les marchands — et même le consommateur ordinaire — perdent la possibilité de l'utiliser et de l'évaluer correctement. Peu de gens comprennent le fonctionnement du moteur de leur véhicule et encore moins celui de leur ordinateur. Cette ignorance ne les empêche pourtant pas d'utiliser l'un et l'autre et de comparer différents modèles. N'oublions pas non plus que les producteurs se font concurrence. Si certains d'entre eux se mettaient à exploiter l'ignorance technique des acheteurs, alors leurs concurrents en avertiraient aussitôt le public. Il en est de même sur les marchés financiers. Ici aussi, il est improbable que des cas de « contrefaçon financière » passent très longtemps inaperçus. A priori, il n'y a pas de raison de croire que la vigilance des consommateurs saurait être trompée dans ce secteur.

Le point de vue individualiste - Une dernière mauvaise piste consiste à trop se focaliser sur les actions individuelles. Après tout, le comportement individuel se fait très largement en fonction des incitations créées par le cadre institutionnel (par les règles formelles et informelles) qui l'entoure. C'est donc bien souvent ce cadre institutionnel qui est la véritable cause des comportements nuisibles. Lorsque les institutions humaines sont injustes nous pouvons parler, avec le pape Pie XI, d'un manque de « justice sociale » ou bien, avec le pape Jean-Paul II, d'une « structure de péché ».

Les institutions humaines ne tombent pas du ciel. Elles ont été créées par des actions humaines dans le passé et peuvent être modifiées par le choix humain. Donc, heureusement, les institutions injustes peuvent être modifiées, et supprimées si nécessaire. Dans le cas de la crise actuelle nous sommes confrontés à une structure de péché qui se matérialise dans nos institutions monétaires et qui crée une irresponsabilité institutionnalisée sur les marchés financiers.

Les vraies causes de la crise

Notre système monétaire est basé sur le papier monnaie, émis par des banques centrales. Un papier monnaie – tout comme la monnaie électronique, entre eux il n'y a pas de différence économique fondamentale – se distingue par le fait qu'il ne peut pas être remboursé en un bien sous-jacent.² Or, puisque les coûts de production des billets et des comptes à vue auprès de banques centrales sont très faibles par rapport à la valeur desdits billets et avoirs, *cette production monétaire se fait sans aucune limitation technique ni commerciale*.

Les banques centrales peuvent donc produire n'importe quelle masse monétaire. Si nécessaire, elles peuvent par exemple doubler la masse monétaire d'un jour à l'autre. Il n'y a pas de

² Depuis 1971 le dollar et les autres monnaies nationales sont des papiers-monnaies car ils ne peuvent plus être remboursés en or. Jusqu'en 1971 le dollar pouvait être remboursé en or par les banques centrales étrangères, donc il était une « monnaie bancaire », tout comme les autres monnaies nationales qui étaient à leur tour remboursables en dollar. Il s'en suit que la Fed, ainsi que les autres banques centrales, était de véritables banques uniquement jusqu'en 1971. Aujourd'hui elles sont des producteurs de papier-monnaie, semblable du point de vue économique aux mines d'argent et mines d'or dans un système monétaire métallique. Voir à ce sujet J.G. Hülsmann, *The Ethics of Money Production* (Auburn, Ala. : Mises Institute, 2008), chap. 12, section 2.

limitations. Ceci semble au premier abord être très bénéfique, parce que les banques centrales peuvent, maintenant, empêcher les crises de liquidité et peuvent également stabiliser les cours des titres financiers. Et c'est ce qu'elles ont fait !

Elles ont empêché les crises de liquidité dans le passé. Elles ont stabilisé les cours des titres négociés sur les marchés financiers. Mais les conséquences n'ont pas été aussi bénéfiques qu'on l'avait d'abord cru. En effet, il en a résulté une incitation perverse pour les participants aux marchés financiers, et pour leurs clients, d'ajuster leur comportement à cette nouvelle donne. Sûrs du soutien des banque centrales, ils ont diminué la part de la trésorerie dans leurs actifs, réduit la part relative de leurs fonds propres et privilégié des placements à plus haut risque au détriment des placements moins risqués. Bref, c'est la présence du papier-monnaie qui explique les tendances irresponsables qui sont si répandues sur les marchés financiers.

En effet, à quoi bon tenir des encaisses, c'est-à-dire une trésorerie relativement importante, si la banque centrale peut vous prêter d'un jour à l'autre n'importe quelle somme ? Soulever la question tient lieu de réponse. Il n'y a effectivement plus aucune incitation à maintenir une trésorerie importante.

De même, pourquoi financer une part importante de ses investissements par des fonds propres, et donc renoncer à l'effet de levier, si la banque centrale cherche à stabiliser les cours des titres financiers ? Considérons un exemple chiffré pour souligner les enjeux de cette question. Supposons que vous ayez placé une somme de € 100M et que vous ayez financé ce placement par € 95M de dettes et € 5M de fonds propres. Maintenant, il y a une fluctuation de la demande pour vos produits. Par conséquent, la valeur de vos machines, de vos parcs de véhicules, etc. perd en valeur et ne vaut désormais que € 80M. Ceci veut dire que vous êtes dorénavant insolvable. Même en vendant tous vos actifs, vous ne pouvez pas rembourser vos dettes. Par contre, si vous aviez financé les € 100M avec € 30M de fonds propres, alors vous auriez survécu cet incident. Vous auriez pu rembourser toutes vos dettes en liquidant vos actifs.

Bref, la raison d'être économique des fonds propres est de protéger les firmes en cas de fluctuation de la valeur monétaire de leurs placements. Mais s'il y a une banque centrale, qui a la mission de stabiliser les cours des titres financiers, qui dispose des moyens techniques pour le faire, qui l'a fait dans le passé et qui annonce chaque mois et, si nécessaire, chaque jour qu'elle continuera dans cette voie, alors quelle est votre incitation ? Evidemment, vous allez réduire vos fonds propres et c'est exactement ce qui s'est passé.

Mais si telles sont les conséquences néfastes du papier-monnaie, respectivement de la monnaie électronique, comment est-on parvenu à donner au système monétaire et financier de si faibles fondations ? Le principal enjeu est d'ordre fiscal. Depuis l'aube des temps, les gouvernements sont intervenus dans la production monétaire pour se financer. D'abord, et jusqu'au XVII^e siècle, ces interventions se faisaient sous la forme de dépréciations. Ensuite l'Etat a promu la création de banques commerciales qui émettaient des billets sans couverture métallique intégrale (les « banques à réserves fractionnaires ») et octroyaient des crédits inouïs à l'Etat. Pour augmenter la capacité d'émission des banques commerciales l'Etat a imposé des systèmes de banques centrales. Finalement, il a autorisé les banques centrales à ne plus rembourser leurs billets, transformant ces derniers en papier-monnaie.³

³ Voir à ce titre encore notre ouvrage, déjà cité. Voir également M. N. Rothbard, *La monnaie et le gouvernement* (Paris : Editions Charles Coquelin, 2006) ; G. Selgin et L. White, « A Fiscal Theory of Government's Role in Money » *Economic Inquiry*, vol. 37 (1999), pp. 154–65.

Toutes ces interventions sont fortement problématiques. Les dépréciations paralysent les échanges et la division du travail. Les banques à réserves fractionnaires souffrent de crises périodiques de liquidité, et les banques centrales et le papier-monnaie incitent à des comportements irresponsables sur les marchés financiers et ailleurs. Les gouvernements anciens et les Etats modernes n'ont pourtant pas voulu renoncer au financement facile par la dette et par l'expansion monétaire. Dans la seule recherche de leur propre bien, ils ont créé des institutions problématiques qui ont déstabilisé le fonctionnement de l'économie de marché.

Clairement, nous sommes confrontés ici à une structure de pêché. Le gouvernement cherche à vivre au-dessus de ses moyens légitimes. Il n'est plus une partie organique de la société. Il devient un élément étranger ou, comme le disaient les scolastiques, il devient tyrannique. Car quel est le fondement du gouvernement démocratique ? C'est le budget. C'est en accordant au gouvernement un certain budget, que la société gère son argent et le contrôle. Si le gouvernement peut se rendre autonome sur le plan financier en imposant une machine à créer de la monnaie, il n'est plus contrôlé démocratiquement.⁴

A la racine, le système monétaire actuel

En résumé, nous sommes aujourd'hui confrontés à une crise de l'interventionnisme monétaire et financier. Ce n'est pas la première crise de ce type, bien que, pour la première fois elle se manifeste à une échelle planétaire. Ce ne sera pas la dernière tant qu'on ne voudra pas se résoudre à réformer les institutions monétaires, sous-jacentes aux marchés financiers, de manière à rendre impossible toute production arbitraire de monnaie. Mais, en définitive, il s'agit d'une crise de certaines institutions injustes, imposées par la loi, qui ont promu la démesure et l'irresponsabilité.

Quelles sont les mesures qui s'imposent ? Une réforme monétaire, surtout. On va sortir de la crise d'une manière ou d'une autre. Mais si nous en sortons sans avoir réparé le système monétaire, sans avoir responsabilisé les participants aux marchés financiers, il n'est qu'une question de temps jusqu'à ce qu'on se retrouve tous réunis dans un autre colloque portant sur la crise suivante.

Entre-temps, il est vain de miser sur une régulation financière accrue. Tant qu'on a des banques centrales qui émettent des papiers-monnaies, toute régulation financière est insuffisante. Les participants au marché vont simplement échapper à la loi, ils vont quitter les secteurs régulés pour reprendre des activités dans des secteurs non régulés. C'est ce qui s'est passé dans les vingt, trente dernières années, c'est ce qui se passera à l'avenir également si l'on cherche la stabilisation des marchés par cette voie. En revanche, avec un assainissement du système monétaire, la régulation financière serait superflue car la monnaie saine responsabilise les agents.

⁴ Ce point crucial fut souligné par Oresme au XIV^e siècle. Au XX^e siècle, seul Ludwig von Mises semble l'avoir articulé. Voir Nicolas Oresme, « Traité sur l'origine, la nature, le droit et les mutations des monnaies » *Traité des monnaies et autres écrits monétaires du XIV^e siècle*, C. Dupuy, éd. (Lyon : La Manufacture, 1989), chap. XV ; Ludwig von Mises, « Die geldtheoretische Seite des Stabilisierungsproblems » *Schriften des Vereins für Sozialpolitik*, vol. 164, no. 2 (1923), p. 36; idem, *Theory of Money and Credit* (Indianapolis : Liberty Fund, 1980 [1953]), p. 468.