

RAPPORT

# Récessions, réforme bancaire et l'avenir du capitalisme



JESÚS HUERTA DE SOTO \* • Octobre 2012

L'exposé qui suit se penche sur la récente crise financière et la récession qui touchent le monde entier et que je considère comme le plus grand défi auquel les économistes sont confrontés.

## L'erreur fatale de la loi bancaire de Peel

J'aimerais commencer en insistant sur une idée importante : tous les problèmes économiques et financiers que nous subissons aujourd'hui sont, d'une façon ou d'une autre, le résultat d'un événement précis ayant eu lieu en Angleterre le 19 juillet 1844. Quel événement allant profondément influencer l'évolution financière et économique jusqu'à aujourd'hui s'est-il produit à cette date ? Ce jour-là fut promulguée la loi bancaire de Peel, après des années de débat entre les théoriciens de la Currency School et de la Banking School à propos des causes véritables des booms économiques artificiels et des crises financières qui les suivent, notamment depuis le début de la Révolution industrielle.

La loi de 1844, le Bank Charter Act, prenait correctement en compte les apports théoriques de la Currency School en faveur d'une monnaie saine. Cette école de pensée était parvenue à percevoir correctement l'origine des cycles économiques dans les expansions artificielles de crédit réalisées par les banques commerciales, financées non pas par une épargne antérieure réelle des citoyens, mais par l'émission de grandes quantités de monnaie fiduciaire (à cette époque, principalement des billets de banque ou des certificats de dépôt à vue émis par les banques, pour un montant bien plus élevé que celui de l'or initialement déposé dans leurs coffres). Ainsi, l'obligation, introduite par la loi de Peel, de conserver des réserves à 100 pour cent sur les billets de banque émis n'était pas seulement en accord avec les principes élémentaires de droit romain relatifs à la nécessité d'empêcher la contrefaçon ou l'émission excessive de certificats de dépôt, mais constituait également un premier pas dans la bonne direction afin d'éviter une répétition infinie des cycles de booms économiques et de dépressions.

---

\* L'auteur est professeur d'économie à l'Université Rey Juan Carlos et membre du Conseil académique de l'Institut Libéral.

Pourtant, malgré les bonnes intentions qui la guidaient et ses sains fondements théoriques, la loi bancaire de Peel s'avéra un échec cuisant. Pourquoi ? Parce qu'elle n'étendit pas l'obligation de réserve à 100 pour cent aux comptes de dépôt à vue (Mises 1980, pp. 446-448). Malheureusement, du temps de Peel, certaines idées déjà développées par les Scolastiques espagnols étaient tombées dans l'oubli. Ceux-ci avaient découvert au moins trois cents ans auparavant que les dépôts à vue (alors nommés en latin *chirographis pecuniarium*, autrement dit, monnaie créée uniquement par les entrées dans les livres comptables des banques) faisaient partie de l'offre de monnaie (Huerta de Soto 2009, p. 606). Ils s'étaient également rendu compte que d'un point de vue légal, négliger de maintenir des réserves à 100 pour cent sur les comptes de dépôt à vue était un crime – non pas de contrefaçon, comme pour l'émission excessive de billets de banque, mais de détournement.

Cette erreur de la loi bancaire de Peel, ou plutôt, de la plupart des économistes de l'époque, qui ignoraient un fait déjà découvert bien plus tôt par les Scolastiques espagnols, s'est révélée fatale : après 1844, les banquiers ont continué à opérer avec des réserves fractionnaires, non plus sur les billets de banque bien sûr, puisque cela était interdit par le Bank Charter Act, mais sur les dépôts à vue. Autrement dit, les banques ont déplacé leur activité de la surémission de billets de banque à l'émission de monnaie fiduciaire non garantie par une réserve à 100 pour cent, ce qui d'un point de vue économique revient strictement au même.

Ainsi, les expansions artificielles de crédit ont perduré, et ni les crises financières, ni les récessions ne furent évitées. Malgré toutes ses bonnes intentions et tous les espoirs placés en elle, la loi bancaire de Peel perdit rapidement sa crédibilité et son soutien populaire. De plus, l'échec de la loi allait conditionner l'évolution de la finance jusqu'à nos jours, et explique ainsi le cadre institutionnel déficient entourant le système financier et monétaire des économies dites libérales, avec les conséquences économiques dramatiques dont nous souffrons actuellement.

Lorsque l'on prend en compte l'échec de la loi bancaire de Peel, la succession des événements jusqu'à aujourd'hui s'explique parfaitement : des bulles ont continué à se former, des crises financières et économiques se sont ensuivies, des sauvetages bancaires ont été régulièrement requis, le prêteur de dernier ressort – la banque centrale – fut créé précisément pour sauver les banques et permettre la création de liquidités nécessaires en période de crise, l'ancrage de l'or fut abandonné et un système purement fiduciaire fut introduit partout dans le monde. Ainsi, comme nous pouvons le constater, le résultat de ce processus historique éclaire le cadre institutionnel défectueux et le désordre financier qui, de façon incroyable, affecte encore le monde au début de la deuxième décennie du XXI<sup>e</sup> siècle !

## Le processus bénéfique de l'accumulation de capital basé sur une épargne véritable

Il est maintenant important d'examiner brièvement les spécificités des processus économiques à travers lesquels les expansions artificielles de crédit engendrées par un système bancaire à réserves fractionnaires, sous la direction d'une banque centrale, créent des distorsions dans la structure réelle de production – et génèrent ainsi des bulles, entraînent des investissements imprudents et causent finalement une crise financière et une profonde récession économique. Mais avant cela, il convient de rappeler les bases fondamentales de la théorie du capital, bases qui, au moins depuis la révolution keynésienne et jusqu'à aujourd'hui, sont pratiquement absentes des syllabus de la plupart des cours universitaires de théorie économique. Autrement dit, nous expliquerons tout d'abord les processus entrepreneuriaux, spontanés et microéconomiques qui, dans un marché libre non entravé, acheminent correctement l'ensemble des fonds précédemment épargnés par les agents économiques vers l'investissement. Ceci est essentiel, car seules ces connaissances nous permettront de comprendre les énormes différences entre les conséquences d'un investissement financé par une épargne véritable et celui financé par la simple création ex nihilo de nouvelle monnaie scripturale, qui ne se matérialise que dans les entrées comptables des banques.

Ce que nous allons expliquer à présent n'est ni plus ni moins que la raison pour laquelle le fameux « paradoxe de l'épargne » de Keynes est totalement erroné du point de vue de la théorie économique (Hayek 1975, pp. 199-263). Malheureusement, très peu d'étudiants de la théorie économique le savent, même à la fin de leur cursus. Pourtant, cette connaissance concerne sans aucun doute les processus spontanés du marché parmi les plus importants, que tout économiste devrait maîtriser.

Afin de comprendre ce qui va suivre, nous devons visualiser la structure réelle de production comme un processus s'étendant dans le temps, composé de nombreuses étapes complexes. Au cours de la plupart de ces étapes, le travail, le capital et les ressources productives ne sont pas utilisées en vue de produire des biens prévus pour une consommation durant l'année courante, mais en vue de la production de biens et de services qui seront prêts et demandés par les consommateurs dans deux, trois, quatre ans, ou même plus loin dans le futur. Par exemple, une période de plusieurs années s'écoule entre le moment où les ingénieurs commencent à imaginer et concevoir une nouvelle voiture et le moment où le minerai de fer aura déjà été extrait du sol et transformé en acier, celui où les différents composants de la voiture auront été produits, celui où ils auront été assemblés dans l'usine automobile et celui où les nouvelles voitures seront distribuées, commercialisées et vendues.

Cette période comprend une succession particulièrement complexe de

stades de production successifs. Dès lors, que se passe-t-il si la préférence temporelle pour le présent des agents économiques baisse soudainement et que la consommation de l'année courante chute, par exemple, de 10 pour cent ? Si cela arrivait, trois mécanismes microéconomiques spontanés essentiels seraient mis à contribution et tendraient à garantir l'investissement correct des biens de consommation désormais épargnés.

Le *premier effet* est le nouvel écart de profit entre les différents stades de production : les ventes immédiates des industries de vente de biens de consommation vont chuter et leur profit baisser et stagner relativement aux profits des autres secteurs, plus éloignés dans le temps de la consommation courante. Nous pensons ici aux industries produisant des biens de consommation prévus pour dans deux, trois, cinq ans ou plus, dont le profit n'est pas affecté par l'évolution négative de la consommation de court terme.

Les profits entrepreneuriaux sont le signal clé qui guide les entrepreneurs dans leurs décisions d'investissement. Le profit relativement supérieur des industries des biens intermédiaires, qui facilitent la production des biens de consommation arrivant à maturation dans le plus long terme, indique aux entrepreneurs de toute la structure de production qu'ils doivent rediriger leurs efforts et investissements des industries moins profitables, proches de la consommation courante, vers les industries plus profitables des biens intermédiaires, plus éloignés de la consommation immédiate.

Le *deuxième effet* du nouvel accroissement de l'épargne est la baisse du taux d'intérêt et la façon dont celui-ci influence le prix des biens de production éloignés dans le temps : le taux d'intérêt étant utilisé pour actualiser la valeur des revenus futurs attendus de chaque bien de production, une baisse du taux d'intérêt provoque une hausse du prix de marché des biens de production, hausse d'autant plus marquée que ces derniers prennent un temps plus long pour être transformés en biens de consommation. Cette hausse significative des prix de marché des biens de production accompagnée de prix relativement plus bas des biens de consommation moins demandés (en raison de l'augmentation de l'épargne) constitue un deuxième effet microéconomique très puissant, qui signale à l'ensemble du marché que les entrepreneurs doivent rediriger leurs efforts et investir moins dans les industries de biens de consommation et davantage dans les industries de biens de production.

Enfin, comme *troisième effet*, nous devons mentionner ce que Hayek appelait « l'effet Ricardo » (Hayek 1948, pp. 220-254 ; 1978, pp.165-178), qui se réfère à l'impact sur les salaires réels de toute augmentation de l'épargne : à chaque fois que l'épargne augmente, les ventes et les prix des biens de consommation stagnent ou baissent même relativement aux autres biens. Si la rémunération des facteurs de production reste stable, cela implique des salaires réels plus élevés, et la réaction correspondante des entrepreneurs qui vont

chercher à substituer à la marge le travail par du capital, devenu relativement moins onéreux.

Ce qu'explique l'effet Ricardo est qu'il est parfaitement possible de faire des bénéfices même lorsque les ventes (des biens de consommation) chutent – si les coûts baissent encore plus, en raison du remplacement du travail devenu relativement plus onéreux par des machines et des ordinateurs, par exemple. Par qui sont produits ces machines, ordinateurs et biens de production nouvellement demandés ? Précisément par les travailleurs ayant quitté les industries stagnantes des biens de consommation et qui se sont reconvertis dans les industries des biens de production, où il existe une nouvelle demande de travail en raison de la demande accrue de biens de production.

Ce troisième effet, l'effet Ricardo, accompagné des deux autres précédemment mentionnés, encourage un processus de production plus long, avec des stades plus nombreux éloignés de la consommation courante. Et cette nouvelle structure de production, plus intensive en capital, est tout à fait durable, puisqu'elle repose sur une véritable épargne préalable. De plus, elle peut, dans le futur, augmenter significativement la production de biens de consommation et le revenu réel de tous les agents économiques. Ces trois effets combinés jouent tous dans la même direction ; ils constituent les enseignements élémentaires de la théorie du capital ; ils expliquent la tendance séculaire des marchés libres non entravés à investir correctement la nouvelle épargne et à promouvoir l'accumulation du capital et l'augmentation durable subséquente du développement et du bien-être économiques.

## La nature des bulles causées par le système bancaire à réserves fractionnaires

Nous sommes à présent en mesure de pleinement comprendre la différence entre, d'une part, le sain processus d'accumulation du capital, et d'autre part, ce qui se produit lorsque les investissements ne sont pas financés par une véritable épargne préalable mais par un processus d'expansion artificielle du crédit, mené par les banques fonctionnant avec un système de réserves fractionnaires, et dirigé par la banque centrale, prêteur de dernier ressort.

L'expansion unilatérale du crédit signifie que de nouveaux prêts sont accordés par les banques et inscrits à l'actif de leur bilan, avec comme seul collatéral, inscrit automatiquement du côté du passif, la nouvelle monnaie scripturale créée ex nihilo. Ainsi, de la nouvelle monnaie, ou plutôt de la nouvelle monnaie « virtuelle » (car elle ne se matérialise que dans les entrées comptables des banques) est constamment créée à travers ce processus d'expansion artificielle du crédit. Et en effet, parmi la plupart des économies importantes, seulement environ 10 pour cent de la masse monétaire est constitué du

numéraire (billets et pièces de monnaie), alors que les 90 pour cent restants de la masse monétaire ne sont composés que de cette forme de monnaie virtuelle qui n'existe que dans les entrées comptables des banques. (C'est précisément ce que les Scolastiques espagnols nommaient, il y a plusieurs siècles, *chirographis pecuniarum*, monnaie virtuelle qui n'existe que par écrit dans un livre comptable.)

Il est aisé de comprendre pourquoi les expansions de crédit sont si tentantes et populaires. Et de saisir la façon dont elles corrompent complètement le comportement des agents économiques et entraînent finalement une démoralisation profonde de la société à tous les niveaux. Tout d'abord, les entrepreneurs sont généralement très satisfaits des expansions de crédit, car elles laissent penser que n'importe quel projet d'investissement, peu importe à quel point il pourrait paraître déraisonné dans d'autres situations, trouvera facilement un financement à un taux d'intérêt très faible. La monnaie créée à travers les expansions de crédit est utilisée par les entrepreneurs pour demander des facteurs de production qu'ils emploient principalement dans les industries de biens de production, plus éloignés de la consommation.

Cependant, comme ce processus n'a pas été provoqué par une hausse de l'épargne, aucune ressource productive n'a été libérée des industries de consommation, et le prix des matières premières, des facteurs de production, des biens de production et des titres qui les représentent sur les marchés financiers ont tendance à augmenter substantiellement et à créer une bulle. Tout le monde s'en réjouit, principalement parce qu'il semble soudain possible d'accroître sa richesse très facilement, sans devoir consentir le moindre effort sous la forme d'épargne préalable ou d'honnête et dur travail individuel.

Le cercle prétendu vertueux de cette « nouvelle économie », au sein de laquelle les récessions semblent pouvoir être évitées pour toujours, trompe tous les agents économiques : les investisseurs sont très satisfaits de voir les cours boursiers grimper de jour en jour ; les industries de biens de consommation sont en mesure de vendre tout ce qu'elles mettent sur le marché à des prix de plus en plus élevés ; les restaurants sont toujours pleins, avec de longues listes d'attente simplement pour obtenir une table ; les travailleurs et leurs syndicats voient combien les entrepreneurs demandent désespérément leurs services dans un environnement de plein emploi, de hausse salariale et d'immigration ; les leaders politiques bénéficient de ce qui semble être un climat économique et social exceptionnellement favorable, qu'ils présentent invariablement à l'électorat comme étant le résultat direct de leur leadership et de leurs politiques économiques ; les fonctionnaires des finances publiques sont surpris de constater que les recettes fiscales augmentent chaque année à un taux à deux chiffres, notamment en raison de la taxe sur la valeur ajoutée, qui, bien que payée au final par le consommateur, est avancée par les entrepreneurs des premiers stades de production nouvellement créés et artificiellement financés par l'expansion du crédit.

Mais il faut maintenant se demander jusqu'à quand la fête peut continuer. Combien de temps un tel manque de coordination entre le comportement des consommateurs (qui ne souhaitent pas augmenter leur épargne) et celui des investisseurs (qui augmentent continuellement leurs investissements financés par la création artificielle de monnaie virtuelle par les banques, et non par une véritable épargne préalable des citoyens) peut-il persister ? Combien de temps cette illusion, selon laquelle chacun peut obtenir tout ce qu'il désire sans aucun effort, peut-elle durer ?

Le marché non entravé est un processus dynamiquement très efficace (Huerta de Soto 2010a, pp. 1-30). Tôt ou tard, il découvre inévitablement (et essaie de corriger) les énormes erreurs commises. Six réactions microéconomiques spontanées se produisent invariablement pour stopper et renverser les effets négatifs des années de bulle financées par l'expansion artificielle de crédit bancaire.

## La réaction spontanée du marché contre les effets des expansions de crédit

Dans mon livre *Money, Bank Credit, and Economic Cycles* (Huerta de Soto 2009, pp. 361-384), j'étudie en détail les six causes microéconomiques spontanées et inévitables du renversement du boom artificiel que l'expansion agressive de crédit bancaire déclenche invariablement sur le marché. Nous pouvons les résumer brièvement comme suit :

1. *L'augmentation du prix des facteurs de production originaux* (principalement le travail, les ressources naturelles et les matières premières). Ceci se produit lorsque ces ressources n'ont pas été libérées par les industries des biens de consommation (parce que l'épargne n'a pas augmenté) et que les entrepreneurs des différents stades de production, ayant à leur disposition les prêts nouvellement créés qu'ils ont reçus du système bancaire, entrent en compétition les uns avec les autres dans la demande des facteurs de production originaux.

2. *L'augmentation subséquente du prix des biens de consommation, à un rythme encore plus marqué que celui de la hausse du prix des facteurs de production.* Ceci arrive lorsque les préférences temporelles restent stables et que la nouvelle monnaie créée par les banques atteint les porte-monnaie des consommateurs, dans un environnement au sein duquel les entrepreneurs tentent frénétiquement de produire plus pour une consommation ultérieure et moins pour la consommation immédiate de tous les types de biens. Ceci explique également le troisième facteur.

3. *L'augmentation relative substantielle des profits des entreprises les plus proches de la consommation finale,* surtout par rapport aux profits des

industries des biens de production, qui commencent à stagner lorsque leurs coûts augmentent plus rapidement que leur chiffre d'affaire.

4. *L'effet Ricardo*, qui exerce un effet exactement opposé à celui qu'il exerce lorsqu'il y a une augmentation de l'épargne volontaire. En effet, dans le cas d'une expansion artificielle du crédit, l'augmentation relative du prix des biens de consommation (ou du chiffre d'affaire des industries des biens de consommation dans un environnement de productivité accrue) par rapport à l'augmentation du revenu des facteurs originaux commence à faire baisser le salaire réel. Ceci incite les entrepreneurs à substituer le travail devenu meilleur marché aux machines, ce qui réduit la demande pour les biens de production et réduit d'autant plus les profits des entreprises opérant au sein des stades de production les plus éloignés de la consommation.

5. *L'augmentation du taux d'intérêt des prêts, dépassant même les niveaux d'avant l'expansion du crédit*. Ceci se produit lorsque le rythme de l'expansion du crédit cesse de s'accélérer, ce qui doit arriver tôt ou tard. Les taux d'intérêt augmentent de manière significative en raison du pouvoir d'achat supérieur et des primes de risque plus élevées demandés par les prêteurs. Les entrepreneurs engagés dans de mauvais investissements se lancent en outre dans une « lutte à mort » pour obtenir un financement additionnel afin de terminer leurs projets d'investissement (Hayek 1937).

Ces cinq facteurs provoquent le sixième effet combiné suivant :

6. *Les entreprises qui évoluent dans les stades de production relativement plus éloignés de la consommation commencent à découvrir qu'elles encourent de lourdes pertes comptables*. Ces pertes comptables, lorsqu'elles sont comparées aux profits relatifs générés dans les stades plus proches de la consommation, révèlent finalement avec certitude que des erreurs entrepreneuriales ont été commises et qu'il y a un besoin urgent de les corriger, en stoppant et en liquidant les projets d'investissement lancés par erreur durant les années de boom.

La *crise financière* commence au moment où le marché (qui est, comme nous l'avons mentionné, dynamiquement très efficace [Huerta de Soto 2010a, pp. 1-30]), découvre que la valeur réelle des prêts accordés par les banques durant le boom n'est en vérité qu'une fraction de ce qui était supposé au départ. Autrement dit, le marché découvre que la valeur des actifs bancaires est bien plus basse qu'estimé précédemment et, puisque le passif des banques (formé des comptes de dépôts créés pendant le boom) reste constant, le marché découvre que les banques sont en vérité en faillite. Sans l'action désespérée du prêteur de dernier ressort pour sauver les banques, l'ensemble du système financier et monétaire s'écroulerait. En tous les cas, il est important de comprendre que la crise financière et bancaire *n'est pas* la cause de la récession,



mais l'un de ses principaux symptômes.

Les récessions économiques débutent lorsque le marché découvre que de nombreux projets d'investissement initiés pendant les années de boom ne sont pas profitables. Les consommateurs réclament alors la liquidation de ces mauvais investissements (lesquels, comme cela est désormais apparent, devaient arriver à maturation dans un futur trop distant par rapport aux souhaits véritables des consommateurs). La récession marque le début d'un réajustement douloureux de la structure de production qui consiste à retirer des ressources productives des stades éloignés de la consommation et à les transférer à nouveau vers ceux qui en sont plus proches.

Tant la crise financière que la récession économique deviennent inéluctables dès lors que l'expansion du crédit a débuté, car le marché découvrira tôt ou tard que les projets d'investissement financés par les banques durant la période de boom étaient trop ambitieux, en raison d'un manque de ressources réelles épargnées qui seraient nécessaires pour les mener à bien. En d'autres termes, l'expansion du crédit bancaire pendant la période de boom encourage les entrepreneurs à agir comme si l'épargne avait augmenté alors que cela n'est en réalité pas le cas.

Une erreur de calcul économique généralisée a été commise et sera tôt ou tard découverte et corrigée spontanément par le marché. En fait, toute la théorie hayékienne des cycles économiques peut être vue comme un cas particulier du théorème de l'impossibilité du calcul économique en régime socialiste découvert par Ludwig von Mises, théorème d'ailleurs pleinement applicable au système bancaire actuel, mal conçu et lourdement réglementé.

## Les spécificités de la crise financière de 2008 et de la récession économique actuelle

Le cycle expansionniste qui est désormais arrivé à son terme fut amorcé alors que l'économie américaine sortait de sa dernière récession, en 2001, et que la Réserve fédérale commençait une nouvelle expansion artificielle majeure du crédit et de l'investissement – une expansion non soutenue par une augmentation parallèle de l'épargne volontaire des ménages. En fait, depuis plusieurs années, la masse monétaire sous forme de billets de banques et dépôts à vue croît à un rythme annuel moyen de 10 pour cent (ce qui signifie que le volume total de monnaie en circulation double tous les sept ans).

Les moyens d'échange monétaires provenant de cette importante inflation fiduciaire ont été placés sur le marché par le système bancaire sous forme de prêts nouvellement créés, octroyés à des taux d'intérêt extrêmement bas (et même négatifs en termes réels). Ceci a alimenté une bulle spéculative sous la forme d'une augmentation substantielle des prix des biens de production, des

biens immobiliers et des titres les représentant, échangés sur les marchés financiers où les indices grimperent en flèche.

Curieusement, comme lors des « roaring twenties » qui ont précédé la Grande Dépression de 1929, le choc monétaire expansif n'a pas influencé de manière significative les prix unitaires du sous-ensemble des biens et des services de consommation (qui ne représentent qu'environ un tiers du nombre total de biens échangés sur le marché). La dernière décennie, comme celle des années 1920, a été le témoin d'une augmentation remarquable de la productivité provoquée par l'introduction à très grande échelle de nouvelles technologies et d'innovations entrepreneuriales qui, sans l'injection de monnaie et de crédit, auraient donné lieu à une réduction saine et soutenue des prix unitaires des biens et des services que tous les citoyens consomment.

Par ailleurs, l'intégration des économies de la Chine et de l'Inde au marché mondial a graduellement augmenté encore davantage la productivité réelle des biens et des services de consommation. L'absence d'une saine « déflation » dans les prix des biens de consommation dans une période de croissance de la productivité aussi élevée que celle de ces dernières années montre bien que le choc monétaire a perturbé sérieusement l'ensemble du processus économique. Et rappelons l'hystérie anti-déflationniste de ceux qui, même pendant ces années de bulle, ont utilisé le moindre symptôme de cette saine déflation pour justifier encore davantage d'expansion du crédit.

Comme nous l'avons déjà vu, l'expansion artificielle du crédit et l'inflation (fiduciaire) des moyens d'échange n'offrent pas de raccourcis vers un développement économique stable et durable, ni de moyen d'éviter les efforts et la discipline nécessaires à un taux d'épargne élevé. (En réalité, avant la crise, et tout particulièrement aux États-Unis, l'épargne volontaire non seulement n'était pas en hausse, mais chutait même à un taux négatif durant certaines années.)

Les facteurs spécifiques qui provoquent la fin de « l'ivresse » monétaire euphorique et le début de la récession « gueule de bois » sont nombreux et peuvent varier d'un cycle à l'autre. Dans cette crise-ci, les déclencheurs les plus évidents furent : en premier lieu, l'augmentation des prix des matières premières, plus particulièrement du pétrole ; en deuxième lieu, la crise des subprimes aux États-Unis, et, finalement, la faillite d'importantes institutions bancaires lorsqu'il devint clair sur le marché que la valeur de leurs dettes excédait celle de leurs actifs (principalement des prêts immobiliers octroyés à tort).

Si nous observons le niveau de la dernière expansion du crédit et le type et le volume des mauvais investissements qu'elle a engendrés, nous pouvons dire que lors de ce cycle, les économies de l'union monétaire européenne sont, en comparaison à la précédente crise américaine, dans un état relativement moins mauvais (pour autant que nous ne tenions pas compte des rigidités relativement

plus marquées en Europe continentale, particulièrement sur le marché du travail, qui tendent à rendre les récessions plus longues et plus douloureuses).

La politique expansionniste de la Banque centrale européenne, loin d'être exempte de graves erreurs, a été cependant quelque peu moins irresponsable que celle de la Réserve fédérale américaine. Par ailleurs, le respect des critères de Maastricht pour l'union monétaire nécessitait à l'époque une réhabilitation saine et significative des principales économies européennes. Seuls quelques pays périphériques, comme l'Irlande ou l'Espagne, furent submergés par une expansion considérable du crédit dès le début du processus de convergence.

Le cas de l'Espagne est emblématique. L'économie espagnole subit un essor économique, qui, en partie, était dû à des causes réelles (comme les réformes de libéralisation structurelles qui furent lancées durant le gouvernement de José María Aznar). Néanmoins, le boom fut aussi largement alimenté par l'expansion artificielle de la monnaie et du crédit, qui crût à un taux pratiquement trois fois supérieur à celui de la France et de l'Allemagne.

Les agents économiques espagnols interprétèrent essentiellement la baisse des taux d'intérêt provoquée par le processus de convergence comme une opportunité d'argent facile, habituelle en Espagne : ce s'est traduit par des demandes de prêt massives auprès des banques espagnoles (principalement pour financer une spéculation immobilière), prêts que les banques espagnoles octroyèrent en créant de la monnaie ex nihilo, alors que les banquiers centraux européens regardaient sans sourciller. Une fois que la crise atteignit l'Espagne, le réajustement fut rapide et efficace : en moins d'un an, plus de 150'000 entreprises – principalement liées au secteur immobilier – disparurent, près de cinq millions de travailleurs qui étaient employés dans les mauvais secteurs ont perdu leur emploi et, aujourd'hui, nous pouvons conclure que bien que toujours très faible, le cœur économique de l'Espagne a déjà été guéri. Nous reviendrons ultérieurement sur la question des politiques économiques les plus appropriées aux circonstances actuelles. Mais avant cela, attardons-nous sur l'influence des nouvelles règles comptables sur la crise économique et financière actuelle.

## L'influence négative des nouvelles règles comptables

Il ne faut pas oublier que l'une des caractéristiques centrales de la période passée d'expansion artificielle fut une corruption graduelle, tant sur le continent américain qu'en Europe, des principes traditionnels de comptabilité tels que pratiqués durant des siècles.

Pour être plus précis, l'admission des normes comptables internationales (IAS) et leur incorporation dans les lois de la plupart des pays ont signifié l'abandon du traditionnel principe de prudence et son remplacement par le principe de la « juste valeur » dans l'estimation de la valeur des actifs du bilan,

plus particulièrement des actifs financiers.

En fait, durant les années de « bulle spéculative », ce processus se caractérisait par un cercle vicieux : les prix en hausse des actions étaient immédiatement inscrits dans les livres de comptes, et ces entrées comptables étaient ensuite utilisées pour justifier une nouvelle augmentation artificielle du prix des actifs financiers cotés sur les marchés.

Il est facile de comprendre que les nouvelles règles comptables agissent d'une façon pro cyclique en renforçant la volatilité et en biaisant la gestion des affaires : en période de prospérité, elles créent un faux « effet de richesse » qui incite les agents économiques à prendre des « risques » disproportionnés ; lorsque, d'un jour à l'autre, les erreurs commises sont mises au grand jour, la chute de la valeur des actifs décapitalise immédiatement les entreprises, qui sont obligées de vendre leurs actifs et doivent chercher à se recapitaliser au pire des moments, lorsque les actifs ont une valeur moindre et les marchés financiers s'assèchent.

À l'évidence, des principes comptables s'étant révélés aussi nocifs devraient être abandonnés au plus vite et il faudrait défaire les réformes comptables récemment promulguées. Non seulement parce que ces réformes mènent à une impasse dans une période de crise financière et de récession, mais surtout parce qu'il est vital de s'en tenir au principe de prudence dans l'évaluation des actifs en période de prospérité, un principe qui a façonné tous les systèmes comptables, depuis l'époque de Luca Pacioli au début du XV<sup>e</sup> siècle jusqu'à l'adoption de la fausse panacée des normes comptables internationales.

Il faut souligner que le but de la comptabilité n'est pas de refléter une supposée « vraie » valeur (de toute façon subjective, déterminée sur les marchés concernés et variant de jour en jour) sous prétexte d'atteindre une « transparence comptable » (mal comprise). Le but de la comptabilité est plutôt de permettre la gestion prudente de chaque entreprise pour empêcher la consommation de capital, ce qu'Hayek avait établi en 1934 déjà, dans son article « The Maintenance of Capital » (Hayek 1934).

Ceci nécessite l'application de normes strictes d'une comptabilité conservatrice, fondée sur le principe de prudence et le recours soit au coût, soit à la valeur de marché, en retenant la plus basse des deux comme valeur comptable. Ces normes assurent en tout temps que les profits distribuables proviennent d'un surplus assuré qui peut être versé sans mettre en péril de quelque façon que ce soit la viabilité future et la capitalisation de l'entreprise.

## Qui est responsable de la situation actuelle ?

Bien entendu, l'ordre spontané du marché non entravé n'est *pas* responsable de la situation actuelle. L'une des conséquences les plus répandues de chaque crise passée, et, évidemment, également de celle-ci, est que de nombreuses personnes accusent le marché et sont fermement convaincues que la récession est une « défaillance du marché » qui nécessite plus d'intervention étatique.

Le marché est un processus qui réagit spontanément de la façon que nous avons vue contre l'agression monétaire des années de bulle, qui consiste en une énorme expansion du crédit qui n'a pas seulement été permise, mais même orchestrée directement par *les banques centrales, lesquelles sont les institutions réellement responsables de toutes les bouleversements économiques engendrés par la crise et la récession qui touchent le monde*. Et paradoxalement, les banques centrales sont parvenues à se présenter au public non seulement comme des victimes indignées des boucs émissaires qu'elles ont désigné (stupides banquiers commerciaux, managers cupides percevant des bonus exorbitants, etc.), mais encore comme les seules institutions qui, en sauvant le système bancaire en dernier recours, ont pu éviter une tragédie encore pire.

Il est en tout cas clair que le système bancaire et monétaire mondial souffre d'une mauvaise conception institutionnelle qui remonte au moins à la loi bancaire de Peel de 1844. Il n'y a pas de marché libre dans le système monétaire et bancaire, mais précisément le contraire : la monnaie privée a été nationalisée, un grand désordre de réglementation administrative a été introduit, le taux d'intérêt a été manipulé. Mais surtout, l'ensemble de la politique monétaire est dirigée par une agence de planification centralisée : la banque centrale.

Autrement dit, un véritable socialisme, consistant en une monnaie étatisée, des banques centrales et des réglementations financières, est toujours en vigueur dans les secteurs de la monnaie et du crédit des économies dites libérales.

Le résultat de cette situation est que nous faisons régulièrement l'expérience dans le domaine de la monnaie et du crédit de toutes les conséquences négatives établies par le théorème de l'impossibilité du socialisme découvert par ces remarquables membres de l'école autrichienne d'économie qu'étaient Ludwig von Mises et Friedrich Hayek.

Plus spécifiquement, les planificateurs centraux de la monnaie étatisée sont incapables de connaître, de suivre ou de contrôler les changements tant dans la demande que dans l'offre de monnaie. Par ailleurs, comme nous l'avons vu, l'ensemble du système financier est basé sur le privilège légal accordé par l'État aux banques commerciales, qui peuvent utiliser un système de réserve

fractionnaire pour la monnaie fiduciaire qu'ils reçoivent de leurs clients. En raison de ce privilège, les banques commerciales ne sont pas de réels intermédiaires financiers, mais sont principalement des créateurs de dépôts qui se matérialisent sous forme d'expansion du crédit, laquelle finit irrémédiablement par une crise et une récession.

L'analyse économique la plus rigoureuse et l'interprétation la plus lucide et équilibrée des événements économiques et financiers passés et présents mènent inexorablement à la conclusion que les banques centrales (qui sont, encore une fois, de véritables agences de planification centrale) ne peuvent en aucun cas parvenir à trouver la politique monétaire la plus appropriée à n'importe quel moment. C'est exactement ce type de problème qui devint apparent dans le cas des essais infructueux de planifier l'ancienne économie soviétique et ses satellites.

Autrement dit, le théorème d'impossibilité du socialisme, que les économistes autrichiens Ludwig von Mises et Friedrich Hayek ont découvert, est pleinement applicable aux banques centrales en général, et à la Réserve fédérale américaine et (autrefois) Alan Greenspan et (désormais) Ben Bernanke en particulier. Selon ce théorème, aucun secteur de l'économie, et encore moins le secteur financier, ne peut être organisé au moyen d'ordres coercitifs délivrés par une agence de planification, car une telle entité ne pourra jamais obtenir l'information dont elle a besoin pour que ses ordres soient d'une nature coordinatrice. C'est précisément ce que j'analyse dans le troisième chapitre de mon livre *Socialism, Economic Calculation, and Entrepreneurship* (Huerta de Soto, 2010b).

En effet, rien n'est plus dangereux que de céder à la « présomption fatale » de la connaissance – pour utiliser l'expression fort utile de Hayek (Hayek, 1990) – de se croire omniscient ou en tout cas assez sage et puissant pour être en mesure de mettre en place la politique monétaire la plus appropriée en tout temps. Plutôt que d'aplanir les pics et les creux les plus violents du cycle économique, la Réserve fédérale américaine et, dans une moindre mesure, la Banque centrale européenne, ont été leurs principales causes.

Le dilemme auquel font face Ben Bernanke et son comité de gouverneurs, ainsi que les autres banques centrales (à commencer par la Banque centrale européenne), n'est pas du tout confortable. Pendant des années, ils se sont dérobés à leur responsabilité monétaire et se trouvent aujourd'hui dans une impasse. Ils peuvent soit permettre au processus de récession de se poursuivre, de pair avec un réajustement sain mais douloureux, soit pratiquer la fuite en avant avec un nouveau « remède inflationniste ». La seconde option s'accompagne du risque d'une récession encore plus dure (ou même d'une stagflation) dans un avenir proche. (C'est précisément l'erreur commise après le krach boursier de 1987, une erreur qui mena à l'inflation de la fin des années

1980 et se termina avec la vive récession de 1990-1992.)

Par ailleurs, la réintroduction d'une politique de crédit facile et artificiel ne pourrait à ce stade qu'entraver la liquidation nécessaire des investissements non profitables et la reconversion des entreprises. Cela pourrait même finir par prolonger la récession indéfiniment, comme cela a été le cas pour l'économie japonaise, qui, bien que toutes les interventions possibles et imaginables aient été essayées, a cessé de répondre à toute forme de stimulus, qu'il s'agisse d'une expansion du crédit d'inspiration monétariste ou des méthodes keynésiennes.

C'est dans ce contexte de « schizophrénie financière » que nous pouvons comprendre les coups à l'aveuglette tirés ces dernières années par les autorités monétaires (lesquelles ont deux responsabilités totalement contradictoires : d'un côté contrôler l'inflation et de l'autre injecter toutes les liquidités nécessaires dans le système pour empêcher son effondrement). Ainsi, un jour la Fed sauve Bear Stearns, AIG, Fannie Mae, Freddie Mac ou Citigroup, et, le jour d'après, laisse Lehman Brothers faire faillite, au motif (amplement justifié) de refuser de renforcer l'aléa moral.

Enfin, à la lumière de la façon dont se sont déroulés les événements, le gouvernement américain et les gouvernements européens ont lancé des plans de plusieurs milliards de dollars pour racheter les actifs illiquides (c'est-à-dire sans valeur) du secteur bancaire, ou pour monétiser la dette publique, ou même pour acheter des actions des banques et nationaliser totalement ou partiellement le système bancaire privé. Ayant considéré tout ce qui précède, quels sont les scénarios futurs potentiels ?

## Scénarios futurs potentiels et la politique économique la plus appropriée

En théorie, avec le système financier actuel, mal conçu, dans une situation où la crise a déjà commencé, nous pouvons envisager quatre scénarios :

*Le premier scénario* est le scénario catastrophe dans lequel l'ensemble du système bancaire basé sur des réserves fractionnaires s'effondre. Ce scénario semble avoir été évité par les banques centrales qui, en tant que prêteurs de dernier ressort, s'attachent à sauver les banques à chaque fois que cela s'avère nécessaire.

*Le deuxième scénario* est l'opposé du premier, mais il est tout aussi tragique : il s'agit d'un « remède inflationniste » si intense qu'une nouvelle bulle est créée. Cette fuite en avant ne ferait que remettre à plus tard la solution aux problèmes, par ailleurs au prix de les rendre encore plus graves ultérieurement (c'est précisément ce qui s'est produit lors de la crise de 2001).

*Le troisième scénario* est ce que je nomme une « japonisation » de l'économie : cela arrive lorsque la réintroduction de la politique de crédit facile accompagnée de n'importe quelle intervention gouvernementale concevable bloque totalement le processus spontané du marché de liquidation des investissements non profitables et de reconversion des entreprises. En conséquence, la récession est prolongée indéfiniment, l'économie ne se rétablit pas et cesse de répondre à tous les stimuli comprenant des expansions du crédit monétaristes ou des méthodes keynésiennes.

*Le quatrième et dernier scénario* est actuellement le plus probable : il prend place lorsque l'ordre spontané du marché, contre toute attente et en dépit de toutes les interventions gouvernementales, est enfin en mesure de parachever le réajustement microéconomique de l'ensemble de l'économie et la réallocation nécessaire du travail et des autres facteurs de production vers des branches basées sur des nouveaux projets d'investissement durables.

Dans tous les cas, après que la crise financière et la récession économique ont frappé, il est nécessaire d'éviter toute expansion supplémentaire du crédit (excepté l'injection monétaire minimale strictement nécessaire pour éviter la chute de l'ensemble du système bancaire à réserves fractionnaires). Et la mesure politique la plus appropriée serait de libéraliser l'économie à tous les niveaux (tout particulièrement le marché du travail) pour permettre une réallocation rapide des facteurs de production (notamment le travail) vers des secteurs profitables. De même, il est essentiel de réduire les dépenses publiques et les impôts, afin d'augmenter le revenu disponible des agents économiques lourdement endettés qui ont besoin de rembourser leurs dettes le plus vite possible.

Les agents économiques en général et les entreprises en particulier ne peuvent rééquilibrer leurs finances qu'en réduisant leurs coûts (particulièrement le coût du travail) et en remboursant leurs dettes. Pour y parvenir, un marché du travail très flexible et un secteur public bien plus limité sont nécessaires. Ces mesures sont fondamentales pour que le marché puisse révéler le plus vite possible les valeurs réelles des biens de production produits par erreur et ainsi poser les bases d'une reprise économique saine et durable.

Cependant, une fois que l'économie s'est rétablie (et dans un sens, la reprise commence avec la crise et la récession elles-mêmes, qui marquent le début de la découverte par le marché des erreurs commises et le début du réajustement microéconomique nécessaire), peut-on attendre des banques centrales d'avoir retenu la leçon ? Pour combien de temps vont-elles se souvenir de ce qui s'est passé ? Je crains que, comme cela s'est produit à de nombreuses reprises de par le passé, la prudence attendue des banques centrales ou le nombre de nouvelles réglementations promulguées n'aient aucun effet (par le passé, toutes les réglementations, et en particulier Bâle II et III, ne s'en sont pris qu'aux symptômes et non aux causes véritables des problèmes).



Tôt ou tard, des nouveaux cycles d'expansion du crédit, de boom économique artificiel, de crise financière et de récession économique finiront inévitablement par toucher le monde. Et continueront de survenir – jusqu'à ce que le système financier et bancaire mondial soit entièrement refondé selon les principes généraux de propriété privée qui constituent la fondation essentielle du système capitaliste et qui requièrent une réserve à 100 pour cent pour tout contrat de dépôt à vue.

## Conclusion

J'ai débuté cet exposé avec la loi bancaire de Peel, et je le terminerai également avec elle. Les 13 et 24 juin 1844, Robert Peel rappela devant la Chambre des communes britannique que dans toutes les crises monétaires précédentes, « il y a eu une augmentation des émissions de billets de banque du pays » et que « une monnaie sans base [...] crée seulement une valeur fictive, et quand la bulle éclate, elle diffuse la ruine sur le pays et perturbe toutes les transactions commerciales ».

Aujourd'hui, plus de 160 ans après, nous souffrons encore des problèmes correctement diagnostiqués par Robert Peel. Pour les résoudre et aboutir enfin au seul système monétaire et financier libre, stable et compatible avec une économie libérale en ce XXI<sup>e</sup> siècle, il serait nécessaire d'entreprendre les trois étapes suivantes :

*En premier lieu*, il s'agirait de parvenir à l'aboutissement du concept de base du Bank Charter Act en étendant l'obligation d'une réserve à 100 pour cent aux dépôts à vue et à ses équivalents. Hayek indique que cette solution radicale empêcherait toute crise future (Hayek 1984, p. 29) car aucune expansion du crédit ne serait possible sans une augmentation préalable de l'épargne véritable, rendant les investissements durables et totalement consonants avec l'épargne volontaire préalable. Et j'ajouterais au propos de Hayek un fait plus fondamental, à savoir que le système bancaire à 100 pour cent de réserve est le seul compatible avec les principes généraux du droit de propriété, indispensables au bon fonctionnement du capitalisme : il n'y a aucune raison de traiter les dépôts de monnaie différemment de tous les autres dépôts de biens fongibles, comme le blé ou le pétrole, pour lesquels personne ne doute de la nécessité de conserver une obligation de réserve à 100 pour cent.

*En deuxième lieu*, si l'on veut parachever la chute du mur de Berlin et se débarrasser du socialisme réel qui persiste encore dans le secteur du crédit et de la monnaie, une priorité serait l'élimination des banques centrales. Elles deviendraient obsolètes en tant que prêteurs en dernier ressort si la réforme précédente pour une réserve à 100 pour cent était introduite, et resteraient nuisibles si elles continuaient d'agir comme agences de planification centrale.

Et *troisièmement*, qui émettra la base monétaire ? Le lauréat Nobel d'économie Maurice Allais proposait qu'une agence publique imprimât le papier-monnaie à un taux de croissance annuel de 2 pour cent. Je n'ai personnellement aucune confiance en cette solution, puisque n'importe quelle situation d'urgence dans le budget de l'État serait utilisée, comme par le passé, comme excuse pour émettre des quantités additionnelles de monnaie fiduciaire. Pour cette raison, et c'est probablement ma proposition la plus sujette à controverse, en vue de mettre un terme à toute manipulation future de notre monnaie par les autorités, ce qui est requis est la privatisation totale de la base monétaire fiduciaire actuellement émise de manière monopolistique par l'État, et son remplacement par un pur étalon-or classique : aux grands maux, les grands remèdes. Bien que n'importe quelle étape en direction de ces trois mesures améliorerait le système économique actuel de manière significative, il faut comprendre que les réformes proposées et mises en œuvre par les gouvernements à ce jour (incluant Bâle II et III) attaquent nerveusement les symptômes, mais non les vraies racines du problème, et c'est précisément la raison pour laquelle elles vont à nouveau échouer misérablement.

Entre-temps, il est encourageant de voir comment un nombre croissant de chercheurs et d'institutions privées sont à nouveau en train d'étudier non seulement les réformes radicales nécessaires à une monnaie privée vraiment honnête, mais aussi de très intéressantes propositions pour une transition appropriée vers un nouveau système bancaire, comme celui que je développe au chapitre 9 de mon livre *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*. D'ailleurs, j'expose également dans ce chapitre un effet annexe des plus intéressants de la réforme proposée, à savoir la possibilité qu'elle offre de rembourser, sans aucun coût ou effet inflationniste, une grande partie de la dette publique, qui constitue actuellement un poids particulièrement inquiétant et de plus en plus lourd dans la plupart des pays.

Résumé brièvement, ce que je propose est d'imprimer les billets de banque nécessaires pour consolider le volume des dépôts à vue que le public décide de conserver dans les banques. Dans tous les cas, l'impression de cette nouvelle monnaie ne serait pas inflationniste, puisqu'elle serait transférée aux banques et gardée totalement stérilisée, en quelque sorte, en tant qu'actifs servant de collatéral à 100 pour cent des passifs des banques sous forme de dépôts à vue. Ainsi, le panier d'actifs bancaires (prêts, investissements, etc.) qui correspondent actuellement aux dépôts à vue seraient « libérés ». Ce que je propose est d'incorporer ces actifs « libérés » à des fonds mutuels, échangeant leurs unités à leur valeur de marché contre les obligations en circulation.

Bien sûr, la solution proposée n'est valable que dans le contexte d'une décision irrévocable de rétablir un système bancaire libre, soumis à une obligation de réserve à 100 pour cent sur les dépôts à vue. Il s'agit seulement d'un dérivé (d'importance secondaire) de la réforme principale.

Pour conclure, si, en ce XXI<sup>e</sup> siècle, un nouveau Robert Peel était en mesure de promouvoir avec succès toutes ces réformes, il rendrait un grand service non seulement à lui-même, mais également au reste du monde.

## Références

- Hayek, Friedrich A. (1937), « Investment that Raises the Demand for Capital », *Review of Economics and Statistics*, vol. 19, n° 4. Réimprimé dans *Profits, Interest and Investment*, pp. 73-82.
- Hayek, Friedrich A. (1948), « The Ricardo Effect » in *Individualism and Economic Order*, Chicago, University of Chicago Press, pp. 250-254.
- Hayek, Friedrich A. (1975), « The "Paradox" of Saving » in *Profits, Interest, and Investment and other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*, Clifton, Augustus M. Kelly.
- Hayek, Friedrich A. (1978), « Three Elucidations of the Ricardo Effect » in *New Studies in Philosophy, Politics, and the History of Ideas*, Londres, Routledge and Kegan Paul, pp. 165-178.
- Hayek, Friedrich A. (1984), « The Monetary Policy of the United States after the Recovery from the 1920 Crisis », ch. 11 in *Money, Capital, and Fluctuations: Early Essays*, R.M. McCloughry, éd., Chicago, University of Chicago Press.
- Hayek, Friedrich A. (1990), *The Fatal Conceit: The Errors of Socialism*, W.W. Bartley, III (éd.), Londres, Routledge et Chicago, University of Chicago Press.
- Huerta de Soto, Jesús (2009) [1998], *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*, Auburn, Mises Institute.
- Huerta de Soto, Jesús (2010a), *The Theory of Dynamic Efficiency*, London et New York, Routledge.
- Huerta de Soto, Jesús (2010b), *Socialism, Economic Calculation, and Entrepreneurship*, Cheltenham et Northampton, Edward Elgar.
- Mises, Ludwig von (1980) [1912], *The Theory of Money and Credit*, Indianapolis, Liberty Classics.



## Impressum

Institut Libéral  
Place de la Fusterie 7  
1204 Genève, Suisse  
Tél.: +41 (0)22 510 27 90  
Fax: +41 (0)22 510 27 91  
libinst@libinst.ch

Les publications de l'Institut Libéral se trouvent sur  
[www.libinst.ch](http://www.libinst.ch).

## Disclaimer

L'Institut Libéral ne prend aucune position institutionnelle.  
Toutes les publications et communications de l'Institut  
contribuent à l'information et au débat. Elles reflètent les  
opinions de leurs auteurs et ne correspondent pas  
nécessairement à l'avis du Comité, du Conseil de fondation  
ou du Conseil académique de l'Institut.

Cette publication peut être citée avec indication de la source.  
Copyright 2012, Institut Libéral.