

RAPPORT

# La fausse stabilité promise par les banques centrales

RICHARD EBELING\* • Mai 2019



L'économie mondiale accumule depuis plus d'un siècle des phases de surchauffe et de crise, d'inflation et de récession. Or les gouvernements et les banques centrales sont les principaux responsables de cette instabilité chronique. Après s'être attribués le monopole de la gestion des systèmes monétaire et bancaire, ils en ont souvent fait mauvais usage.

Si l'on en croit pourtant certains économistes, l'État contribuerait à la stabilité et les marchés à l'instabilité du système. Un article récent de Robert Skidelsky en témoigne de façon symptomatique. L'économiste, auteur d'une biographie de John Maynard Keynes en trois volumes, est l'un des plus respectés au Royaume-Uni.

## Les banques centrales, une source de stabilité des prix ?

L'économiste britannique critique les avocats d'une privatisation de la monnaie et du système monétaire. Il s'oppose à ceux qui désirent retirer le contrôle de la monnaie des mains de l'État pour le confier au marché et refuse de séparer le système monétaire de l'État.

Skidelsky considère par exemple les partisans des « cryptomonnaies » embryonnaires comme des « charlatans et des magiciens ». La privatisation du système monétaire par l'introduction de certaines formes de monnaie électronique serait à ranger, à son avis, parmi les « motifs les plus sordides » du « rêve de marché libre de la monnaie » évoqué par Friedrich Hayek. Le célèbre économiste autrichien, auteur en 1976 d'un ouvrage séminal plaidant en faveur d'une « dénationalisation de la monnaie », a clairement montré que les gouvernements étaient responsables de l'inflation et des dévaluations. L'instabilité ne peut être éliminée du système, du point de vue de Hayek, qu'en retirant à l'État le contrôle de la monnaie et de la création monétaire.

---

\* L'auteur, ancien président de la Foundation for Economic Education, est professeur d'éthique et de libre entreprise à l'université militaire The Citadel et membre du conseil académique de l'Institut Libéral.

Tout changement institutionnel allant dans ce sens serait un désastre aux yeux de Robert Skidelsky. « Les sociétés humaines n'ont pas découvert de meilleur instrument dans leur besoin de maintenir constante la valeur de la monnaie que de demander aux banques centrales d'exercer leur contrôle sur ce domaine et d'agir directement ou indirectement sur le volume de crédit créé par le système bancaire commercial », écrit-il.

Robert Skidelsky est un observateur avisé des idées économiques et politiques au vingtième siècle. Il est toutefois permis de se demander si son opinion des banques centrales et des gouvernements ne se réfère pas à une autre planète. Elle ne reflète guère la réalité des systèmes monétaires et de la gestion des affaires publiques.

## Le monde d'avant la Première Guerre mondiale

Au début du vingtième siècle, le système monétaire était basé sur l'étalon-or dans la plupart des pays. Le métal jaune était la monnaie en vigueur, c'est-à-dire le moyen d'échange grâce auquel les biens et services étaient achetés et vendus. L'épargne était transférée aux prêteurs lorsqu'ils étaient dignes de confiance et investie par l'intermédiaire des banques et d'autres instituts financiers. Des substituts à l'or étaient autorisés sous la forme de billets de banques et de comptes de chèques. Ceux-ci permettaient de réduire les coûts des transactions effectuées par rapport aux pièces de métal et aux lingots, reconnus comme de la « vraie monnaie », c'est-à-dire de la monnaie en espèces.

À cette époque, le système de banque centrale était donc fondé sur l'étalon-or. Les règles du jeu n'étaient certes pas toujours suivies. Mais en principe les billets de banque et les dépôts ne pouvaient augmenter que lorsque le volume d'or déposé dans les banques augmentait aussi. Et inversement, si l'on assistait à des retraits d'or du système bancaire. Les billets étaient rendus aux émetteurs contre un remboursement en or, et le montant des billets de banque en circulation en était réduit d'autant.

Cette règle de base de l'étalon-or n'a pas toujours été respectée par les banques centrales. Il en est parfois résulté des crises financières et des paniques bancaires. Mais dans l'ensemble, le système a étonnamment bien fonctionné. L'environnement monétaire pouvait être qualifié de stable. C'était une source d'investissements et d'échanges, un gage de prospérité. Lorsque le système monétaire devenait instable, la responsabilité en revenait aux interventions de l'État et de sa banque centrale.

## Les folies monétaires durant et après la Première Guerre mondiale

Le déclenchement de la Première Guerre mondiale mit fin à cette situation. En Europe, tous les belligérants abandonnèrent l'étalon-or. Les billets de banque et les autres engagements bancaires perdirent leur convertibilité en or. Les gouvernements voulaient, de différentes manières, que leur banque centrale finance un montant toujours croissant de crédits destinés à couvrir le coût des dépenses militaires. Pour reprendre l'image un peu osée de l'économiste Edwin Cannan (1861-1935) à propos de la situation monétaire britannique d'alors, le Royaume-Uni a souffert d'une « diarrhée » de papier-monnaie pour alimenter sa machine de guerre.

La situation empira encore par la suite pour atteindre un sommet lors des périodes d'hyperinflation de plusieurs pays européens, immédiatement après la Première Guerre. Les pires expériences se produisirent en Allemagne et en Autriche. En novembre 1923, à la fin de sa période d'hyperinflation, la monnaie allemande avait pratiquement perdu toute sa valeur. Berlin introduisit alors une nouvelle monnaie, convertible en or.

Les nouveaux systèmes monétaires mis en place par les gouvernements après la Première Guerre étaient fort différents de ceux d'avant 1914. Les monnaies furent liées à l'or à un nouveau cours officiel. Il fallait davantage de billets par unité d'or. Mais les pièces d'or n'ont plus guère été employées dans les transactions quotidiennes. Et l'or n'a plus été remboursé que pour de grands montants, sous forme de lingots. Enfin, très peu de pays conservaient des quantités significatives de métal jaune auprès de leur banque centrale.

## La Réserve fédérale et l'arrivée de la Grande Dépression

Le retour à la normale, soit à la croissance et à la stabilité, n'a dès lors pas duré très longtemps. Il ne s'est maintenu que jusqu'à la fin des années 1920 pour connaître une fin abrupte avec le krach boursier d'octobre 1929. Cette crise a conduit à la Grande Dépression de 1930 et 1931. Quelles en ont été les raisons principales ? Aux États-Unis, la politique menée par la Réserve fédérale en a été la cause première. La Fed a en effet cherché à « stabiliser » le niveau général des prix à un moment où la croissance de l'économie et des gains de productivité aurait normalement conduit à une légère baisse des prix, qui aurait exprimé la hausse de la production de biens et services combinée à une baisse des coûts. En somme, un nombre croissant de biens auraient pu être vendus à des prix inférieurs. En d'autres termes, on aurait assisté à une « bonne » déflation, c'est-à-dire à une hausse du niveau de vie du fait d'une baisse de son coût. Un tel

phénomène n'est pas nécessairement préjudiciable à la rentabilité des entreprises : leur disposition à vendre à des prix plus bas est fonction de leur capacité à réduire leurs coûts de production.

La volonté de la Réserve fédérale de s'opposer au processus de « bonne » déflation, au nom de la stabilité des prix, s'est traduite par une augmentation de l'offre de monnaie et du crédit bancaire, ce qui a poussé les taux d'intérêt en dessous du niveau du marché. Il en est résulté un déséquilibre entre l'épargne et l'investissement et des distorsions dans l'économie américaine. Lorsque la Réserve fédérale a freiné l'expansion monétaire en 1928 et au début de 1929, l'effondrement du château de cartes n'a plus été qu'une question de temps. Les modèles d'investissements étaient inadaptés au niveau réel de l'épargne.

Ce qui aurait dû n'être qu'un processus « normal » et relativement bref, à savoir une récession suivie d'une reprise, a été encore davantage perturbé, d'abord par les politiques budgétaires et réglementaires du gouvernement de Herbert Hoover, ensuite par un relèvement des droits de douane qui a affaibli les échanges commerciaux et provoqué des mesures de rétorsion dans d'autres pays. L'arrivée au pouvoir de Franklin Roosevelt et l'adoption du New Deal de 1933 ont accru les déséquilibres, notamment à la suite de mesures aussi néfastes que l'introduction d'un système de planification industrielle et agricole de type fasciste, des hausses de dépenses publiques largement supérieures aux augmentations d'impôts, des déficits budgétaires pour financer des programmes de « travaux publics » et des projets fédéraux qui ont gonflé la dette publique, enfin l'abandon de ce qu'il était resté de l'étalon-or, une instabilité de la politique de change et l'expansion du papier-monnaie.

La situation a encore été aggravée par les rigidités des prix et des salaires dues à l'opposition des syndicats et par le gel des prix provoqué par les réglementations d'un office fédéral d'inspiration fasciste, la National Recovery Administration. Le commerce international s'est par ailleurs engagé dans une spirale baissière, sous l'effet du protectionnisme mondial. Et une contraction de la monnaie, exacerbée par le système de réserves fractionnaires mis en place par la Réserve fédérale, a provoqué une chute de la masse monétaire et du crédit à l'intérieur et à l'extérieur du système. En parallèle, les créances douteuses se sont accumulées et les épargnants ont paniqué. Ils se sont rués aux guichets des banques pour retirer leurs avoirs. Ces errements ont prolongé la Grande Dépression durant l'essentiel de la décennie 1930.

L'idée de Skidelsky, qui cherche à rendre responsable le « marché libre » de la tragédie de l'entre-deux-guerres, me dépasse totalement. Comment le marché peut-il être responsable à la fois de l'inflation pendant et après la Première

Guerre mondiale, des errements politiques des années 1920 qui ont conduit à la Grande Dépression et des interventions de l'État qui l'ont prolongée ?

## La politique après la Deuxième Guerre mondiale

L'économiste britannique fait peut-être référence aux politiques monétaires « éclairées » de la plupart des pays après la Deuxième Guerre mondiale. Après 1945, les manipulations étatiques des taux de change, les nationalisations de pans entiers de l'industrie, les mesures de planification, les crises monétaires périodiques et les politiques budgétaires malavisées ont provoqué un phénomène de « rareté du dollar ». Skidelsky ne se rappelle-t-il pas que dans les années 1960 le Royaume-Uni était considéré comme « l'homme malade de l'Europe » à cause de ses politiques budgétaire, monétaire et réglementaire ? Ignore-t-il les crises de la lire italienne dans une péninsule qui changeait de gouvernement presque toutes les semaines ? Faut-il mettre tout cela sur le compte du « marché libre » ?

Comment ne pas rappeler la « stagflation » des années 1970, laquelle a déconcerté les Keynésiens par ce qui semblait être une anomalie, à savoir l'émergence d'une hausse des prix couplée à une augmentation du chômage ? Aux États-Unis, le problème est apparu en réponse à la politique monétaire accommodante de la Fed du début des années 1960. L'objectif était de financer « le beurre et les canons » à l'époque de la guerre du Vietnam ainsi que les programmes de « Grande Société » de Lyndon Johnson. Comment peut-on éviter d'accuser les gouverneurs de la Réserve fédérale ? Leurs politiques monétaires n'ont-elles pas créé, à la fin des années 1970 et au début des années 1980, l'une des pires périodes d'inflation de l'histoire des États-Unis avec des taux d'intérêt nominaux largement supérieurs à dix pour cent ? Tout cela doit sans doute être rangé au chapitre des « gains » de la planification centrale de la politique monétaire de la Réserve fédérale.

Qu'en est-il de la bulle internet à la fin des années 1990 ? De la crise financière et immobilière de 2008-2009 ? Qui les a causées ? Alan Greenspan en a jeté les bases avec ses politiques « anti-déflation » à un moment où les prix ne baissaient pas. Il a créé des déséquilibres entre l'épargne et l'investissement finalement peu différents de la politique désastreuse de la Fed durant les années 1920. Avec Ben Bernanke, la Fed a prolongé les taux d'intérêt nuls ou même négatifs en termes réels jusqu'en 2008. Les agences immobilières publiques ont subventionné des dizaines de milliards de dollars de crédits hypothécaires à des emprunteurs insolubles grâce à l'expansion monétaire, un crédit artificiellement bon marché et une garantie étatique. Était-ce la faute du « marché libre » ? Non.

Les empreintes de la Fed et de l'administration publique sont omniprésentes sur la scène de ce « crime économique ».

## L'État doit retirer ses mains de la planche à billets

Robert Skidelsky affirme que le « marché libre » n'est pas digne de confiance. Il estime que le marché ne doit pas intégrer et coordonner le système monétaire dans un environnement concurrentiel et privé. Dans quelle mesure un système bancaire privé et concurrentiel peut-il être pire que celui qui a conduit, sous le contrôle des banques centrales, aux désastres monétaires du siècle dernier ?

La question n'est pas de savoir si oui ou non le bitcoin ou d'autres cryptomonnaies deviendront les monnaies préférées par le marché, ce qui reste forcément très incertain. Le problème fondamental consiste à choisir entre la planification centrale de la monnaie, avec son bilan catastrophique, ou le retrait de la planche à billets des mains de l'État.

Un tel pouvoir et une telle autorité ne peuvent pas être accordés aux gouvernements, directement ou par l'intermédiaire des banques centrales. En 1986, Milton Friedman avait tenu un exposé devant la Western Economic Association, où il avait défendu une « règle monétaire », c'est-à-dire une augmentation annuelle stable ou « automatique » de deux ou trois pour cent de la masse monétaire, se distinguant d'une approche keynésienne discrétionnaire. La théorie des choix publics, qui analyse le raisonnement économique au sein des décisions politiques, l'a persuadé que les intérêts particuliers de court terme des politiciens, des bureaucrates et des groupes d'intérêts supplanteraient toujours l'objectif de stabilité monétaire à long terme et renforceraient les pressions sur les dirigeants de banques centrales prétendument « indépendantes ».

À cette occasion, Milton Friedman souligna qu'il n'avait jamais exigé l'abolition de la Réserve fédérale ou le retour à l'étalon-or. Il a toutefois indiqué qu'au regard de l'histoire monétaire au vingtième siècle, il aurait été préférable de ne pas avoir eu de Réserve fédérale ou de ne pas avoir abandonné l'étalon-or. Les critiques habituelles à l'égard de l'étalon-or, qui portent sur l'exploration, l'extraction ou le stockage d'or, alors que les ressources auraient pu être plus utilement employées à d'autres fins, paraissent bien dérisoires par rapport au coût de l'inflation du papier-monnaie, des récessions et des dépressions.

## L'homme de paille et les évasions de Skidelsky

Robert Skidelsky se fourvoie quand il tente de faire peur aux gens en brandissant les cryptomonnaies, simplement parce que celles-ci ne seraient pas réglementées et qu'elles menaceraient la stabilité de la monnaie et des prix. Il ne poursuit d'ailleurs pas son argument jusqu'au bout. D'une part, il affirme que le bitcoin souffre de limites intrinsèques liées au nombre maximum qu'il est possible de « miner » ; et il avertit que le bitcoin atteindrait un maximum qui ne permettrait pas de disposer de l'élasticité nécessaire à la satisfaction des besoins futurs. Dans la foulée, il avertit qu'une monnaie comme le bitcoin pourrait ne pas offrir de mécanismes de contrôle intrinsèques contre l'inflation. Le risque du bitcoin serait-il celui de la déflation ou de l'inflation ?

Une littérature abondante est apparue au cours des trois dernières décennies sur le potentiel d'un système bancaire privé, concurrentiel et libre. Les économistes qui se sont penchés attentivement sur ce type d'analyse, comme Lawrence H. White, George Selgin et Kevin Dowd, ont démontré qu'une monnaie marchandise et un système bancaire entièrement basé sur le marché fonctionneraient de manière satisfaisante. La capacité de coordination serait supérieure et la probabilité d'instabilité de la monnaie et des prix plus faible qu'avec le système de banque centrale en vigueur depuis plus d'un siècle.

Il est malheureux qu'un chercheur habituellement aussi rigoureux et exhaustif que Robert Skidelsky ait choisi de minimiser les échecs historiques du système de banque centrale et de ne pas aborder la recherche scientifique qui présente une alternative bien réelle, basée sur un système bancaire privé, concurrentiel et libre.



## 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  
liberal@libinst.ch

Les publications de l'Institut Libéral se trouvent sur  
[www.institutliberal.ch](http://www.institutliberal.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 2019, Institut Libéral.