

Économie de Crise

Nouriel Roubini et Stephen Mihn (JC Lattès, 2010)

par Cécile Philippe, directrice générale de l'Institut économique Molinari

Nouriel Roubini a su prévoir la crise financière qui s'est déclenchée en 2007. En ce milieu d'année 2010, il nous offre – dans un livre co-écrit avec Stephen Mihn – ses analyses concernant les causes et les solutions à apporter à cette crise.

Pour les auteurs d'*Économie de crise – Une introduction à la finance du futur*, le pire est derrière nous, il faut maintenant nous atteler aux réformes de fond. Les événements de ce printemps 2010 laissent cependant penser qu'ils ont peut-être sous-estimé le déchaînement que pourrait causer l'éclatement de la bulle des obligations d'État.

Ce livre propose une description minutieuse et détaillée du déroulement des événements de 2007 à 2009. Un peu comme un glossaire, il explique aussi avec clarté des phénomènes qui souvent sont considérés comme compris alors qu'ils ne le sont que très rarement, comme celui de l'aléa moral, du fonctionnement de la balance des paiements, etc.

Reste que – contrairement aux représentants de l'école autrichienne – leur analyse des crises manque néanmoins de rigueur et ne permet pas de distinguer au sein de tous les événements qui se sont déroulés ceux qui, plus que les autres, sont vraiment significatifs. Du coup, les solutions qu'ils proposent ne semblent soigner que les symptômes plutôt que les causes de la crise.

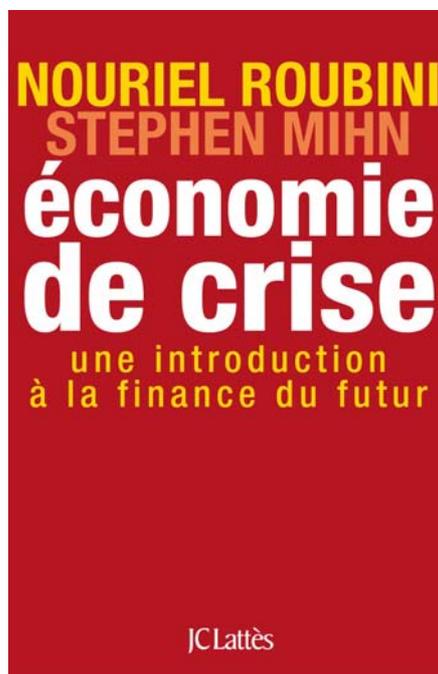
Après avoir anticipé avec brio la crise, se peut-il que Nouriel Roubini passe à côté de ce qui nous attend dans les prochains mois ? L'avenir nous le dira.

UNE DESCRIPTION DÉTAILLÉE DE LA CRISE

Selon Nouriel Roubini et Stephen Mihn, la crise ne peut être résumée à une simple bulle immobilière. Pour eux, il s'agit d'un phénomène plus complexe, rassemblant plusieurs éléments qui au cours du temps ont « pourri » tout le système. Ils expliquent cela avec minutie et nous laissons les lecteurs découvrir au fil des chapitres les détails de cette description.

À l'origine de ce pourrissement, on trouve notamment toutes sortes d'innovations financières. Loin d'améliorer le fonctionnement du marché du crédit, elles auraient au contraire détraqué celui-ci. Ce sont elles qui auraient alimenté la croissance du marché immobilier.

Autre cause importante de la crise : la diffusion de l'aléa moral. Les auteurs le définissent clairement comme « la volonté d'un agent de prendre des risques – et en particulier des risques excessifs – qu'il chercherait normalement à éviter parce qu'il sait que quelqu'un d'autre en assumera les conséquences négatives ou viendra au secours de ceux qui ont pris ces risques. » (p. 100). Pour eux, l'aléa moral est partout présent au sein du système financier du fait du mode de rémunération des traders (p. 101) et du problème principal-agent¹ dont pâtissent les grandes entités.



Il est aussi présent du fait de l'existence d'une garantie des dépôts de la part de déposants qui savent qu'ils bénéficient d'une assurance tout risque (p. 104). De même l'existence d'un prêteur en dernier ressort ne fait qu'exacerber cet aléa. « Savoir qu'un prêteur en dernier ressort finira par intervenir réduit l'incitation des établissements financiers à détenir une vaste quantité d'actifs liquides destinée à faire face à une course aux dépôts. » (p. 105)

Les auteurs attaquent aussi la déréglementation financière des deux dernières décennies qui selon eux est un élément de plus à ajouter aux causes de la crise actuelle.

D'autres éléments sont à prendre en compte comme l'émergence d'un système bancaire parallèle qui n'était pas soumis aux mêmes réglementations que le système bancaire traditionnel et qui pourtant réalisait les mêmes opérations.

Les auteurs passent ensuite en revue les différents épisodes de la crise dans les chapitres 4 et 5 et développent avec force détails l'ampleur des plans de soutiens au secteur financier, des plans de relance et toutes les formes d'aides dont ont bénéficié les secteurs bancaire, financier et au-delà depuis le début de la crise. La description est effarante tant les mesures prises sont nombreuses. Beaucoup

1. Le problème principal/agent dans une entreprise décrit le fait que le principal (souvent l'actionnaire) n'a pas les moyens de contrôler l'agent (le trader par exemple) qui prend les décisions journalières et peut privilégier ses intérêts de court terme (bonus) au détriment de la viabilité ou profitabilité à long terme de la firme.

craignaient en effet que cette crise ne déboucha sur un processus déflationniste décrit comme la pire des choses qui puissent arriver à une économie.

Enfin, le livre se consacre aux solutions de fond envisagées par les auteurs, à savoir la remise en question de la rémunération des acteurs de la finance, en particulier leur bonus, mieux réglementer la titrisation, réformer la notation, gérer différemment les produits dérivés, revoir les accords de Bâle et surtout envisager le démembrement des « too big to fail ».

Le livre, qui se veut grand public prend la peine de définir des termes qui ne le sont souvent pas, rendant ainsi la lecture plus aisée. Il permet également d'appréhender des phénomènes tels qu'ils ont été compris par les pouvoirs publics lors de leur intervention massive sur les marchés financiers, monétaires et au-delà.

Reste que sur le plan de l'analyse, le livre crée à notre avis beaucoup de confusion et ne permet pas au lecteur d'accéder à une véritable compréhension de ce qui vient d'arriver et de ce qui risque de se passer dans les prochains mois et années. La présentation des enseignements de l'école autrichienne n'est pas assez fouillée (7 pages sur plus de 400 au total) alors qu'ils disent s'en être inspirés. Et surtout, vouloir réconcilier Keynes et les théoriciens autrichiens tels qu'ils sont présentés, tout en pensant que le pire a pu être évité grâce à la méthode keynésienne constituent les points faibles de l'analyse de Roubini et Mihn.

UNE ANALYSE QUI MANQUE DE RIGUEUR

Le passage le plus éloquent à cet égard est certainement celui qui tente de réconcilier la vision de Keynes et celle des économistes de la tradition autrichienne. On lit ainsi p. 87 : « En règle générale, les disciples de Keynes et ceux de Schumpeter ne s'adressent pas la parole. C'est malheureux, parce que ces deux penseurs – et les écoles qui leur sont associées – ont quelque chose à dire de ce qui devrait être fait. Une synthèse de leurs visions pourrait contribuer à résoudre les problèmes auxquels nous sommes confrontés: sortir de la crise exige de mettre en œuvre une approche pragmatique retenant le meilleur de chaque camp et reconnaissant que les dépenses publiques, les plans de sauvetage, le soutien de prêteurs en dernier ressort et la politique monétaire peuvent être d'un grand secours à court terme, mais que cela ne suffira pas pour renouer avec la prospérité. »

Leur souhait de réconciliation part certainement d'une bonne volonté mais la présentation du cycle économique selon les théoriciens de l'école autrichienne laisse largement à désirer. En effet, la lecture attentive d'économistes comme Ludwig von Mises ou Friedrich Hayek – représentants incontournables du courant autrichien – permet de réaliser, au contraire, que les deux courants sont irréconciliables. En effet, la solution keynésienne de court terme est pour un autrichien la cause même du problème à moyen terme et à long

terme. Les politiques keynésiennes donnent peut-être l'apparence d'apporter des solutions alors qu'elles exacerbent en fait selon Mises et Hayek les déséquilibres économiques.

L'erreur dans le livre provient certainement du fait que le courant autrichien est appréhendé non pas à travers Mises ou Hayek mais à travers Schumpeter. Ce dernier était certes autrichien de nationalité et certains aspects de ses écrits sont proches de ce que pensent les économistes dits « autrichiens ». Mais, il n'est cependant pas reconnu comme un représentant typique de cette école de pensée. De plus, en ce qui concerne l'analyse du cycle économique, les deux auteurs cités ci-dessous sont incontournables. Hayek a même reçu le Prix Nobel pour ses travaux sur les phénomènes qui se déroulent « en coulisse » avant, pendant et après une crise.

Le fait que le terme « malinvestissement » n'apparaisse pas dans le livre de Roubini/Mihn indique clairement que l'analyse n'a pas pleinement tenu compte de la spécificité de l'école autrichienne dans l'explication du cycle. C'est sans doute pour cette raison que les deux co-auteurs peuvent croire que les mesures keynésiennes prises pour lutter contre la crise étaient indispensables, qu'elles ont permis de « calmer le jeu » et qu'il va maintenant être possible d'aller au fond des choses. Pour les autrichiens, ces mesures ont au contraire rapproché le système du bord du précipice, aggravant tellement la situation que nous pourrions, selon eux, avoir atteint un point de non retour.

« Comment des systèmes qui privilégient la consommation sur l'épargne, l'endettement sur les fonds propres au point que les dettes et les déficits publics – ainsi que parfois les dettes privées – atteignent des sommets jamais atteints en temps de paix peuvent-ils encore être qualifiés de capitalistes ? »

La ligne de démarcation entre des auteurs comme Roubini/Mihn et les penseurs autrichiens commence probablement dans la définition qu'ont les uns et les autres du capitalisme ou du système capitaliste. Pour les autrichiens, un système capitaliste se fonde sur le respect des droits de propriété privés. Un système est dit capitaliste ou de libre marché en fonction du degré selon lequel ces droits sont respectés.

Les auteurs du livre *Économie de crise* ne prennent pas la peine de définir le terme « capitalisme ». On ne sait donc pas exactement à quoi ils l'associent mais on découvre au fil de la lecture que nous aurions vécu au cours des dernières décennies dans un système de « capitalisme radical ». D'ailleurs, la crise actuelle serait une crise type du système capitaliste dont elle indiquerait les limites.

Il est difficile de partager un tel point de vue quand on constate qu'au cours du XX^e siècle, la taille des États n'a presque jamais cessé d'augmenter, et qu'il n'existe plus aucun secteur de l'économie qui ne fasse l'objet de réglementations ou d'interdictions multiples. Comment des États qui prélèvent plus de la moitié de la production d'une nation peuvent-ils encore correspondre à des sociétés véritablement capitalistes ?

Plus encore, le système capitaliste est aussi un système qui se développe via l'accumulation du capital. Comment des systèmes qui depuis de nombreuses décennies privilégient la consommation sur

l'épargne, l'endettement sur les fonds propres au point que les dettes et les déficits publics – ainsi que parfois les dettes privées – atteignent des sommets jamais atteints en temps de paix peuvent-ils encore être qualifiés de capitalistes ?

L'argument selon lequel nos sociétés auraient sombré dans un capitalisme effréné repose en fait sur l'idée que les marchés financiers auraient été déréglementés. Il est vrai qu'ils l'ont été en partie mais cela ne s'apparente aucunement à une libéralisation authentique dans le sens où les acteurs disposent de la liberté d'agir mais sont aussi limités par la responsabilité d'assumer les conséquences de leurs actes. En effet, il y a bel et bien eu une déréglementation. Mais celle-ci s'est opérée au sein d'un système où les manipulations monétaires restaient une pratique courante aux mains des gouvernements et où régnait l'aléa moral le plus total du fait de l'existence de prêteurs en dernier ressort et de la garantie implicite des États qui viendraient au secours des établissements financiers en cas de difficultés. Point que les co-auteurs eux-mêmes soulignent par ailleurs dans leur livre.

De fait, ces établissements échappent donc à la loi du marché qui est celle de faire faillite quand on a failli à ses engagements. En quoi, ce privilège exorbitant est-il caractéristique d'un système capitaliste ? Bien au contraire, il est en parfaite contradiction avec les principes de celui-ci. Il instaure l'irresponsabilité la plus totale au sein de nos économies, si bien que lorsque les règles visant à contrôler cette irresponsabilité (niveau minimal de fonds propres; *Glass Steagall Act*, etc.) sont levées, il est bien évident que la prise de risque devient d'autant plus inconsidérée que tous les acteurs comptent sur les pouvoirs publics pour les sauver. Elle ne peut cependant pas être mise sur le dos du capitalisme mais plutôt sur le fait que le système déresponsabilise en amont les acteurs.

Ce constat erroné à l'égard du capitalisme conduit les auteurs du livre à rendre responsables de la crise des phénomènes qui ne sont en fait que les symptômes ou les révélateurs du mal qui parasite nos économies. Ainsi, si les banques s'étaient senties fragiles et capables de faire faillite, elles n'auraient jamais pris tous les risques qu'elles ont pris. Elles n'auraient pas cherché à contourner en permanence la réglementation sur les fonds propres via un système bancaire parallèle. Elles auraient cherché à mettre en place des systèmes de rémunérations des acteurs financiers incitatifs mais pas destructeurs. Elles auraient tout simplement été prudentes comme le sont ceux qui doivent assumer les conséquences de leurs actes.

Ceci est d'autant plus regrettable que les auteurs du livre proposent eux-mêmes une excellente description des éléments qui dans le système actuel alimentent les risques d'aléa moral. Ils n'en tirent malheureusement pas les conclusions qui s'imposent et ne proposent que des solutions qui ne vont pas à la racine du problème.

Le montant de rémunération des traders, le niveau de fonds propres, le recours à l'effet de levier comme la taille des établissements financiers sont autant de variables qui trouveraient des équilibres en dehors de réglementations bureaucratiques si in fine l'issue d'un défaut de management était ... la faillite !

Il est aussi important de souligner que les établissements financiers évoluent dans un environnement qui favorise la création monétaire et met à leur disposition de nouvelles quantités de liquidités qu'ils ont à charge d'écouler sur le marché afin de favoriser la croissance. La banque centrale via la manipulation des taux directeurs ouvre et ferme le « robinet » monétaire et les banques via l'effet de levier peuvent prêter 20 à 40 fois plus que les dépôts dont elles disposent.

Cela s'appelle de la création monétaire et il serait naïf de croire, comme semblent le faire Roubini et Mihn, que le déroulement des événements

des dernières décennies s'est produit sans l'assentiment des pouvoirs publics. Bien au contraire, les pouvoirs publics ont été tout comme les acteurs financiers les grands bénéficiaires de ce laxisme monétaire. Ils ont en effet pu percevoir davantage d'impôts et recourir dans des proportions toujours plus grandes à l'emprunt afin de financer toutes sortes de projets. Par exemple, la politique du logement aux États-Unis et la loi CRA (*Community Reinvestment Act*) réformée en 1995 poussaient les banques à accorder la même proportion de prêts aux minorités qu'aux autres populations en dehors de tout critère économique

comme la capacité de remboursement des individus. De même, le président Nicolas Sarkozy ne mettait-il pas en garde les banques françaises en 2008 qui refusaient de prêter ? Il affirmait alors : « si les banques coupent le robinet du crédit, nous couperons aussi le robinet du crédit aux banques »².

Si comme le constate les auteurs « les régulateurs avaient fermé les yeux sur l'apparition d'un système bancaire parallèle dont l'existence fragilisait et menaçait l'ensemble du système financier » (p. 92), c'est parce qu'ils y avaient intérêt et pas parce qu'ils étaient dupes. Le fonctionnement de nos systèmes démocratiques est ainsi fait que pour se faire élire, les hommes politiques vendent toutes sortes de promesses qu'il faut ensuite pouvoir financer. Les impôts n'y suffisent plus depuis longtemps dans certains pays, comme la France, par exemple, où depuis 1974 aucun budget n'a été en équilibre. Ces pays ont dû recourir à l'emprunt mais aussi à la création monétaire.

C'est cette dernière que les économistes autrichiens vouent aux gémonies car elle est selon eux la source de tous les cycles économiques. Ils résultent toujours du laxisme monétaire des autorités, à savoir de leur recours à l'inflation.

Afin de financer toutes sortes de projets et de relancer ou maintenir la croissance, les autorités monétaires maintiennent le taux d'intérêt

« Il y a bel et bien eu une déréglementation. Mais celle-ci s'est opérée au sein d'un système où les manipulations monétaires restaient une pratique courante aux mains des gouvernements et où régnait l'aléa moral le plus total du fait de l'existence de prêteurs en dernier ressort. »

2. « La mise en garde de Sarkozy aux banques qui refusent de prêter », *le Point*, 30/10/2008. Disponible à : <http://www.lepoint.fr/actualites-politique/2008-10-31/la-mise-en-garde-de-sarkozy-aux-banques-qui-refusent-de-preter/9170/287512>

en dessous de ce qu'il serait s'il était fixé librement sur le marché. De ce fait, de nombreux projets nécessitant plus de capital et d'investissement que les autres (qui mettront plus de temps à être réalisés) apparaissent profitables et des entrepreneurs de se lancer dans leur réalisation grâce à l'argent frais mis à leur disposition par les banques. Sauf que cet argent ne repose pas sur une épargne accumulée au préalable et les préférences des consommateurs n'ont pas changé en dépit de ce que pourrait laisser penser un taux d'intérêt plus faible. Par conséquent, leur demande continue de s'orienter vers des secteurs moins intenses en capital qui pour y répondre doivent eux aussi produire. Comme la quantité d'épargne disponible n'a pas augmenté, les secteurs plus capitalistiques ne peuvent survivre que si la manne d'argent frais continue d'arriver. Or, au fur et à mesure que cet argent s'écoule sur le marché, en général au sein d'un secteur particulier que la réglementation favorise (secteur immobilier), on assiste à des pressions à la hausse sur les prix si bien qu'il faut toujours plus d'argent pour rester rentable dans le secteur en question. Face à ces pressions inflationnistes, les autorités monétaires peuvent être amenées à couper le robinet. C'est ce qui provoque la crise. À savoir la réalisation que de nombreux projets ne sont pas viables et consistent purement et simplement en des malinvestissements.

La crise immobilière de 2007 est ainsi, selon les économistes autrichiens, une conséquence de la remontée des taux décidée par Greenspan en 2005-2006. Mais plus encore, elle est la conséquence de ce qui l'avait précédée, à savoir l'expansion monétaire qui visait à résoudre la crise des nouvelles technologies. De même, les mesures prises au cours des trois dernières années afin d'éteindre l'incendie qui ont, pour une part, accru l'aléa moral et, pour une autre, recouru à l'expansion monétaire ont nourri la bulle obligataire qui menace aujourd'hui d'exploser dans un fracas que personne n'ose imaginer !

Ainsi, loin de partager l'optimisme des auteurs concernant cette première phase d'intervention, les autrichiens sont convaincus que les problèmes se sont au contraire accumulés : tant qu'on ne laissera pas l'économie s'assainir et le système de production se restructurer, au mieux nous connaissons plusieurs décennies sans croissance, au pire des États feront défaut et certaines monnaies pourraient s'effondrer et disparaître. En gros, on ne résout pas un problème d'endettement et de laxisme monétaire en jetant encore plus de dettes et de papier-monnaie !

La peur de la déflation a conduit les autorités à perdre la tête concernant les réponses à apporter à la crise. À la différence des auteurs du livre qui croient que le pire est derrière nous et que les solutions se trouvent dans des réformes du système de rémunération, des accords de Bâle, du démembrement des banques « too big to fail », nous pensons au contraire – comme les économistes autrichiens – que nous ne nous épargnerons pas des « pilules » difficiles à avaler comme le défaut des pouvoirs publics sur leur dette, la restructuration de nombreuses dettes, le maintien d'un chômage élevé, etc. Si cela permet de prouver qu'il faut des réformes de fond concernant le secteur bancaire, débouchant sur la fin du recours à l'inflation et la diminution drastique des dépenses publiques, cela vaudra la peine de passer par des années difficiles !

« En gros, on ne résout pas un problème d'endettement et de laxisme monétaire en jetant encore plus de dettes et de papier-monnaie ! »



Cécile Philippe

M^{me} Philippe détient un doctorat ès sciences économiques de l'Université Paris-IX Dauphine et d'un Desup en gestion des entreprises dans les pays en développement. C'est au sein d'un *think tank* américain qu'elle a terminé sa thèse portant sur les théories de l'information et l'émergence d'un marché de l'information sur Internet. De retour en Europe, elle a créé en 2003 l'Institut économique Molinari, dont elle assure depuis la direction. Auteure d'un grand nombre d'articles publiés dans des journaux aussi bien francophones qu'anglophones, elle a publié en 2007 son premier livre aux Éditions JC Lattès intitulé « *C'est trop tard pour la terre* ». Le livre s'intéresse aux questions d'environnement et cherche à mettre fin à un certain nombre de mythes, en particulier celui qui consiste à croire que réglementation et taxation vont de pair avec amélioration de l'environnement. Elle est intervenue à maintes reprises à la radio (BFM, RFI, etc.) et à la télévision (France 3, LCI, etc.) sur des questions de politiques publiques.

L'Institut économique Molinari (IEM) est un organisme de recherche et d'éducation indépendant et sans but lucratif.

Il s'est fixé comme mission de proposer des solutions alternatives et innovantes favorables à la prospérité de l'ensemble des individus composant la société.

Reproduction autorisée à condition de mentionner la source www.institutmolinari.org

Maquette et montage : Gilles Guénette