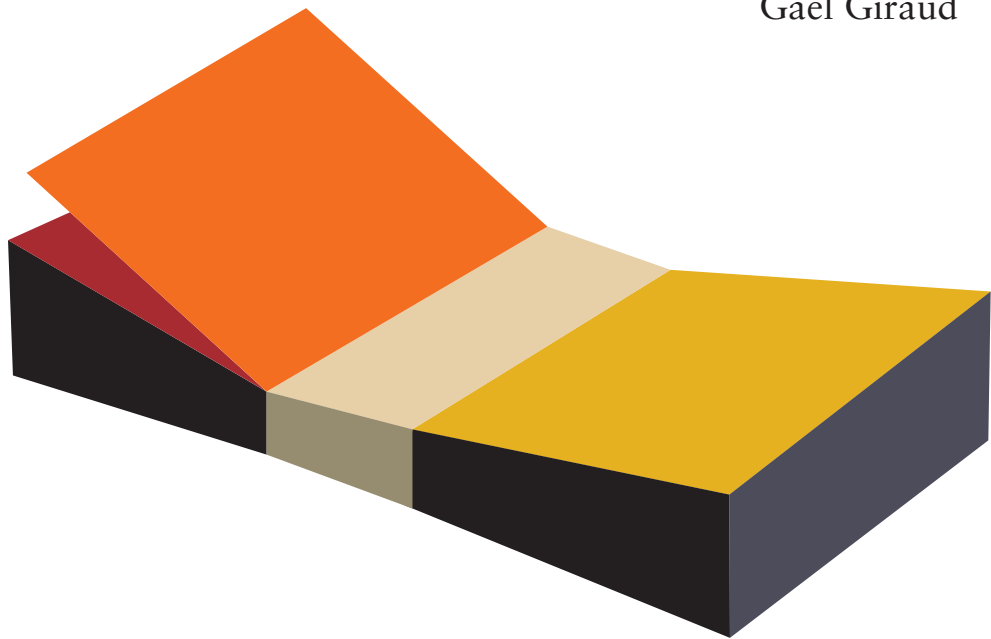


Lord Adair
Turner

Préface de
Gaël Giraud



REPRENDRE LE CONTRÔLE DE LA DETTE

Pour une réforme radicale
du système financier

Préface à l'édition française

par Gaël Giraud*

Lord Adair Turner est devenu président de l'Autorité des services financiers – *Financial Services Authority*, le régulateur britannique – exactement au moment où la plus grande crise de l'histoire frappait, en 2008, la sphère financière mondiale.

« Je croyais comprendre les risques du système financier mais, sur certains points essentiels, je me trompais », avoue-t-il. Dans ce livre, l'économiste du sérail attaque frontalement le néolibéralisme financier qu'il tient pour responsable de la stagnation qui menace l'économie mondiale. Dès l'introduction, il confesse pourtant que, si le krach des *subprimes* n'avait pas eu lieu, il n'aurait jamais écrit ce livre et continuerait, aujourd'hui encore, de prendre au sérieux les contes de fées propagés par les économistes orthodoxes (peuplés de marchés efficients, d'agents rationnels et de multiplicateurs monétaires). Son livre témoigne donc d'une conversion.

À quelle révélation ouvre-t-il ? C'est à cette question que les lignes qui suivent voudraient répondre.

Y a-t-il pire que le démon ?

Dans la seconde partie de la célèbre pièce de Goethe *Faust*, un personnage tente de convaincre l'empereur du Saint Empire romain germanique qu'il y a une solution fort simple à ses soucis de dette publique. « Sire, il suffit d'imprimer des billets... » Celui qui suggère l'usage de la planche à billets pour résoudre les problèmes de surendettement public n'est autre que Méphistophélès.

* Économiste en chef de l'Agence Française de Développement (AFD). Directeur de recherche au CNRS, directeur de la chaire Énergie et Prospérité, professeur à l'École nationale des ponts et chaussées.

Le livre qu'on s'apprête à lire démontre qu'il y a *bien pire* que la dette publique et la planche à billets du démon. Il s'agit de la dette privée et du crédit bancaire. Comprendre pourquoi, et comment, protéger nos économies des sortilèges de ce danger bien plus grand que le premier est tout l'enjeu des pages qui suivent. Un enjeu de taille puisqu'il s'agit, tout simplement, de comprendre ce qui a provoqué le plus grand krach financier de l'histoire du capitalisme et de sauver l'économie européenne de la prochaine crise qui se prépare. C'est un enjeu difficile puisque le relever oblige Turner à surmonter une série impressionnante d'obstacles, au premier rang desquels la conviction chevillée au corps d'un grand nombre d'économistes, de financiers, de politiques et de journalistes que Goethe avait raison : le maléfice se trouverait bien du côté de la création monétaire publique et de la menace inflationniste supposée l'accompagner. À telle enseigne que la réplique de Méphistophélès a été inscrite sur les murs des grands amphithéâtres de la Bundesbank à Francfort-sur-le-Main. Comment, soixante-huit ans après la création de la « Buba », ne pas se convaincre que l'aversion pour la dette publique et, pire encore, à l'égard de toute création monétaire publique constituée, avec la haine de l'inflation, la Loi et les prophètes de l'économie contemporaine ?

Mais Lord Adair Turner a été successivement le directeur général de la Confédération de l'industrie britannique, le dirigeant européen d'une banque nord-américaine, le président du Comité britannique sur le changement climatique, puis le président de l'Autorité des services financiers du Royaume-Uni. Et surtout, il est britannique. Les démons de la Forêt-Noire ne sont pas les siens.

À ses yeux, il est nécessaire de revoir en profondeur la théorie économique « orthodoxe ». Car pour cet « ancien » de Cambridge, si nous courons aujourd'hui le risque d'une stagnation déflationniste mortelle pour nos économies, c'est à cause du monde illusoire, théorisé par des générations d'économistes néoclassiques. À cause, par exemple, du trop célèbre « théorème de Modigliani-Miller » enseigné depuis des décennies dans toutes les *business schools* de la planète, ou presque, et qui prétend que, du point de vue des sources de financement d'une entreprise, s'endetter ou augmenter son capital sont deux opérations équivalentes et interchangeables. En réalité, elles ne le sont évidemment pas. Tout d'abord pour des raisons fiscales : dans la plupart des pays, la fiscalité qui s'applique à la dette est beaucoup plus avantageuse que celle qui concerne le capital. Ensuite parce qu'en principe le capital n'a pas besoin d'être remboursé : il scelle un contrat, une alliance, entre des investisseurs (rémunérés *via* les dividendes qui leur sont versés et les plus-values sur leurs investissements) et un projet d'entreprise de long terme. La dette, elle, représente une moindre prise de risque de la part du créancier et, si elle devient excessive, grève l'aptitude de l'entreprise à investir. Or la confusion entre-

tenue par ce « théorème » a encouragé des générations de managers à s'endetter sans scrupule. Dans la mesure où, par ailleurs, depuis le milieu des années 1990, la dérégulation du secteur bancaire a considérablement favorisé l'explosion d'un crédit lui-même peu soucieux de sa pertinence économique, dirigeants d'entreprise et banquiers se sont retrouvés objectivement unis dans une même poursuite sans limite de l'endettement privé. Aux États-Unis, par exemple, le ratio d'endettement privé sur PIB s'est élevé à 170 % en 2010, sommet jamais atteint depuis 1830 (même pendant la Seconde Guerre mondiale). Et aujourd'hui, cette méprise générale sur le rôle de la dette privée conduit jusqu'à la pratique insensée – qu'on observe notamment chez un certain nombre de *majors* pétroliers – consistant à s'endetter pour payer des dividendes aux actionnaires, faute de dégager suffisamment de profits.

La sphère financière, source d'instabilité de l'économie

Pourquoi cet endettement *privé* est-il dangereux ? Parce que, comme le montre Turner, il est à la source même de l'instabilité chronique du capitalisme. Le phénomène peut se résumer de la manière suivante : le crédit facile encourage un grand nombre d'investisseurs à s'endetter pour investir dans des actifs financiers ; cet accroissement de la demande fait s'envoler le prix de marché desdits actifs (lequel ne reflète pas la valeur intrinsèque de ces derniers mais la plus ou moins grande euphorie des acheteurs) ; le gonflement de la bulle attire à son tour d'autres investisseurs qui, pour profiter de la hausse des cours, s'endettent également. (Aux États-Unis toujours, le ratio de levier avait atteint des sommets supérieurs à 30 au cours de l'année 2007. Ainsi, il était possible d'emprunter 3 millions de dollars avec une mise de fonds initiale de 100 000 dollars. De quoi faire disparaître bien des scrupules...) Las, le découplage entre la hausse des cours des actifs financiers et l'économie réelle (dont les forces d'inertie sont telles que, par nature, elle ne peut jamais connaître de tels taux de croissance) conduit tôt ou tard à un étranglement : celui des investisseurs dont les seuls revenus sont issus de la sphère réelle et qui doivent commencer à rembourser leur dette. Vient un moment – parfois baptisé le « moment de Minsky », en souvenir de Hyman Minsky, économiste nord-américain des années 1970 qui théorisa le phénomène – où ces investisseurs sont contraints de revendre leurs actifs financiers pour s'acquitter de leur dette. S'ils sont suffisamment nombreux, autrement dit si le divorce entre la sphère réelle et la bulle financière est suffisamment prononcé, ils finiront par rendre l'ensemble du marché majoritairement « vendeur », et donc par faire baisser le prix des actifs.

Or ce retournement (que l'on observa dès la fin 2007 dans le cas du krach américain des crédits *subprimes*) est catastrophique car il signifie que les autres investisseurs, ceux qui escomptaient bénéficier de leurs gains financiers pour rembourser leur dette, n'empocheront pas les bénéfices attendus. Les voilà à leur tour contraints de vendre ! La chute des cours, alors, s'accélère, et tôt ou tard la panique finit par s'emparer des derniers investisseurs qui s'étaient efforcés jusqu'alors de demeurer stoïques. En 2008, 25 % de la capitalisation boursière a disparu, absorbée par l'effondrement des cours, sous les yeux ébahis des traders, des investisseurs et des économistes du monde entier. Dix ans après l'événement, l'économie planétaire ne s'est toujours pas remise de cette catastrophe.

C'est à ce plongeon dans le vide que Turner a assisté en direct. Ce livre est le recueil des leçons tirées de cette expérience unique. Sa portée, toutefois, serait limitée s'il s'agissait simplement de faire mémoire d'un épisode définitivement relégué dans le passé. Il n'en est rien : l'endettement privé a repris de plus belle depuis quelques années ; un certain nombre de pays s'enfoncent dans la déflation (le Japon, bien sûr, mais aussi la Grèce, l'Espagne, l'Italie, l'Irlande...). Celle-ci alimente le chômage de masse et empêche toute reprise de l'investissement. S'il est impossible de prédire quand une nouvelle crise financière interviendra, en revanche il ne fait aucun doute que nous aurons dans les années à venir (et probablement avant 2020) un nouveau maelström boursier : les taux d'endettement privé et le découplage entre les cours boursiers et l'économie réelle occidentale sont trop prononcés pour pouvoir être supportés encore longtemps par nos économies. Et comme je l'ai montré dans un rapport adressé en 2015 au Parlement européen, l'Union bancaire européenne ne protège nullement le contribuable européen, français en particulier ¹. Les plus optimistes devraient méditer le traitement infligé à la banque italienne en faillite, Monte dei Paschi di Siena, durant la Noël 2016 : la plus ancienne banque d'Italie a été nationalisée ; le contribuable italien aura donc à payer ses dettes. Tout comme en 2009, l'Europe continue de privatiser les profits et de socialiser les pertes. Quant aux États-Unis de Trump, ils semblent vouloir s'orienter vers une nouvelle phase de dérégulation financière par l'abolition des lois Dodd-Frank et Volcker. Cette folie redonnera peut-être un peu de croissance fictive à l'économie américaine, mais au prix d'une accélération du gonflement de la bulle financière dont l'éclatement, inévitable, viendra, d'ici quatre ou cinq ans tout au plus, frapper des pays dont les finances publiques sont nettement plus dégradées qu'en 2008.

Pendant ce temps, nous perdons des années précieuses qu'il eût fallu mettre à profit pour investir dans les infrastructures vertes indispensables à la réduction des émissions de gaz à effet de serre. D'après le « New Climate Economy Report »,

il nous faut environ 90 trillions de dollars d'investissements au cours des quinze prochaines années si nous voulons honorer l'engagement pris par la communauté internationale à Paris, en décembre 2015, de tout faire pour limiter l'emballement de la température planétaire « bien en dessous de 2 °C » à la fin du siècle. Soit 2 000 milliards de dollars (un peu moins que le PIB français) tous les ans pour les pays du Nord, et le double pour les pays du Sud. Pire encore, la déflation, aujourd'hui comme dans les années 1930, nourrit le populisme, l'épuisement puis le désespoir des classes moyennes. Lesquelles finiront tôt ou tard, si nous n'écoutons pas les conseils de Turner, par choisir des sorties de route antidémocratiques dont nous savons qu'elles peuvent mener au pire. Qu'en sera-t-il si, comme le voudrait la logique géologique la plus élémentaire, le prix du pétrole (et avec lui celui de toutes les énergies fossiles) augmentait de manière significative, entraînant l'Europe dans un mal plus grand encore, celui de la stagflation ?

La raison pour laquelle le Japon (malgré plus de vingt ans de marasme déflationniste suite à l'éclatement de la bulle financière et immobilière en 1990) semble toujours vouloir s'en tenir à des tentatives de sortie démocratique du cauchemar tient peut-être à l'histoire longue de l'archipel. Du XVII^e au XIX^e siècle, durant toute l'ère Tokugawa, le Japon a déjà connu une « stagnation séculaire » : limitation des naissances à deux enfants par couple, interdiction de déforester plus vite que la vitesse à laquelle la forêt se régénère, etc. Cette politique de l'« état stationnaire » a permis à l'Empire du Soleil levant d'éviter le triste sort de l'île de Pâques², et a forgé une mentalité japonaise de la résilience fort utile. Tous les peuples n'auront pas cette sagesse.

En d'autres termes, ce que nous apprend Turner, c'est que la leçon de Karl Polanyi – ce grand économiste hongrois de l'entre-deux-guerres – est toujours valable : la finance dérégulée est le meilleur ennemi de la prospérité et de la démocratie³.

La théorie économique dominante n'est pas la solution mais le problème

Le lecteur l'aura compris : les pages qui suivent sont loin de la *doxa* selon laquelle la finance de marché est toujours bénéfique à l'économie et tout risque de dépression est tenu pour hautement improbable. La théorie économique dominante s'est d'ailleurs révélée incapable non seulement d'anticiper la crise *ex ante*, mais encore de l'expliquer *ex post*. Pire, elle n'a pas non plus été capable de fournir les outils de la relance, laissant la plupart des pays de l'OCDE immergés dans la trappe déflationniste induite par l'excès d'endettement privé.

La force du point de vue développé par Turner est de faire comprendre non seulement que l'économie néoclassique s'est révélée inapte à prévenir la catastrophe, mais encore qu'elle est elle-même l'une des origines de cette crise. Il rappelle en effet que c'est forts de la théorie économique dominante (qui prétend que des marchés financiers moins régulés allouent le risque et le capital de manière plus efficace) que les politiques et leurs conseillers (économistes) des deux rives de l'Atlantique ont lancé une vague de libéralisation de la finance dès les années 1970. À l'origine de ces réformes, une profonde foi dans les capacités autorégulatrices des marchés et un goût prononcé pour le crédit. Le paradoxe est que, dès 1986, la théorie de l'équilibre général walrasien – le « cœur » de l'économie orthodoxe – avait démontré que les marchés sont (presque) toujours très inefficaces. Turner illustre admirablement cette proposition en montrant que la libéralisation des flux de capitaux a généré un déséquilibre massif des comptes courants à l'échelle mondiale, forçant certains pays à s'endetter pour acheter la production des autres. Au niveau européen, l'Allemagne illustre de manière caricaturale la manière dont un pays peut bénéficier de ce déséquilibre aux dépens de la quasi-totalité des autres membres de la zone euro.

De sorte que la vulgate néolibérale qui sert de prêt-à-penser à tant d'économistes – de hauts fonctionnaires ou de journalistes... – correspond en réalité au déguisement d'un cours d'introduction à l'économie néoclassique sous les oripeaux d'une philosophie politique prétendument inspirée de John Stuart Mill. Une connaissance un peu plus approfondie de l'économie néoclassique permettrait à nos étudiants de comprendre, au contraire, que les marchés financiers n'ont jamais, et ne pourront jamais, remplir la fonction économique que leur attribue l'idéologie du « libre marché ».

Il est vrai que les deux économistes (grecs... alors en poste à Yale et à Columbia) qui ont démontré ce résultat fondamental d'inefficience des marchés financiers ne réussirent jamais à publier leur article dans une revue à comité de lecture et furent contraints de le rendre public sous forme de contribution à un ouvrage⁴. Depuis lors, heureusement, on ne compte pas le nombre de travaux qui se sont succédé pour approfondir la compréhension de ce résultat décisif. En particulier, une question épineuse restait ouverte, susceptible de légitimer l'activité d'innovation financière de la part du secteur bancaire et des *hedge funds*: tant que les marchés financiers restent incomplets (c'est-à-dire tant qu'il existe le moindre risque face auquel au moins un investisseur ne trouve pas d'actif susceptible de lui servir de police d'assurance), les marchés répartiront le risque et le capital de manière violemment sous-optimale. Soit. Mais si l'on « complète » les marchés, autrement dit si l'on réduit la part du risque face auquel certains ne peuvent pas se

couvrir, cela ne concourt-il pas à diminuer l'inefficience des marchés ? Si tel était le cas, alors l'innovation financière prendrait tout son sens dans un monde imparfait : certes, elle ne garantirait pas la prospérité pour tous, mais au moins elle limiterait les pertes induites par l'inefficacité de la finance. La question de savoir si l'on ne ferait pas mieux, après tout, de limiter considérablement les activités financières, resterait encore ouverte, mais au moins les inventeurs de produits financiers nouveaux seraient assurés de faire un travail utile. Or il n'en est rien, comme cela a été montré en 1995. Dans certaines conditions, l'innovation financière peut rendre les marchés incomplets encore plus inefficients⁵.

C'est bien ce qu'illustre, ici même, l'analyse que propose Turner de la titrisation – la capacité de transformer des titres de créance en actifs échangeables. Cette innovation financière, qui remonte aux années 1980, s'est considérablement développée dans les années 1990, et est largement responsable de l'aveuglement avec lequel tant de banques ont octroyé des crédits insensés (dans l'immobilier andalou ou irlandais, par exemple), alimentant une bulle, dont l'éclatement a engendré chômage, explosion de la dette publique (l'État étant contraint de solder les dettes privées pour parer au plus pressé), misère sociale et dépression économique durable.

Deux totems : le juste prix et la « fausse » banque

Comment tout cela est-il possible si les prix de marché reflètent la « juste » valeur des choses ? Ne fournissent-ils pas toute l'information nécessaire pour distinguer les investissements idiots des bons placements, anticiper les krachs et les dépressions ? Turner explique que les prix des actifs financiers ne reflètent pas nécessairement leur valeur intrinsèque mais avant tout les « esprits animaux » (Keynes) qui agitent les salles de marchés. La rationalité des acteurs financiers est donc limitée, et les anticipations qui se forment sur les marchés n'obéissent évidemment pas au mythe des « anticipations rationnelles » (qui veut que tout le monde ou presque anticipe l'avenir aussi exactement que possible compte tenu des informations dont nous disposons) sur lequel repose l'écrasante majorité de la littérature académique *mainstream*. Au contraire, les anticipations qui se forment et se défont sont de nature spéculaire et mènent, le plus souvent, à des comportements moutonniers procycliques : lorsque le crédit rend quelques-uns euphoriques, tout le monde finit par oublier toute forme d'appréhension du risque ; inversement, lorsque la panique saisit quelques-uns, tout le monde finit par brader son portefeuille par peur de perdre encore davantage.

En d'autres termes, Turner n'hésite pas à abattre un totem fondamental de l'analyse néoclassique : l'idée selon laquelle les prix transmettraient toute l'information utile⁶. De nouveau, cette idole n'existe que dans les manuels de débutants : la théorie la plus orthodoxe, suffisamment bien comprise, s'en est débarrassée dès le milieu des années 1990⁷. Mais ce dogme est tenace : combien de décideurs, de journalistes, d'analystes continuent de raisonner aujourd'hui comme si les cours de Bourse transmettaient *vraiment* de l'information fiable ? Qui n'a pas consulté une application sur son téléphone pour connaître en temps continu le cours de tel indice financier, lequel lui est présenté avec le même sérieux que la météo ? Comme s'il s'agissait d'un phénomène extérieur, quasi naturel (et contre lequel il est impossible d'agir), et non pas une succession d'errements largement irrationnels au sein d'une (toute) petite catégorie d'acteurs de marchés, soucieux avant tout de ne pas déroger au suivisme mimétique le plus moutonnier afin de ne pas perdre d'argent.

Adair Turner s'attaque également à un second totem, nettement plus discret celui-ci. Il s'agit du statut d'une banque privée. La plupart des manuels pour débutants mais aussi un très grand nombre de travaux de recherche⁸ présentent la banque commerciale comme une institution financière... non bancaire. En d'autres termes, comme une institution qui prête de la main gauche ce qu'elle emprunte de la main droite (dans les comptes de dépôt de leurs épargnants, sur les marchés monétaires ou sur le marché interbancaire, ou encore au guichet de la banque centrale). Or, ce qui distingue une « vraie » banque de n'importe quelle autre institution financière, c'est précisément, comme le rappelle Turner, sa capacité à frapper monnaie. À créer de la monnaie *ex nihilo*. Cette vérité toute simple, aujourd'hui reconnue par la Banque centrale d'Angleterre⁹, est toujours niée par une part significative de la profession des économistes (et même par certains banquiers). Ceux qui la nient s'imaginent, par exemple, qu'une banque commerciale a besoin de disposer de « monnaie banque centrale » (émise, en zone euro, par la Banque centrale européenne, à Francfort) pour pouvoir accorder un prêt à un particulier. La vérité est qu'il n'en est rien. La création monétaire s'opère tous les jours, dans toutes les banques de la planète, par simple jeu d'écriture sur un écran d'ordinateur. (Ce qui prouve, en passant, que la planche à billets n'est pas *ipso facto* inflationniste, contrairement à l'antienne répétée *ad nauseam* par tant de canaux.) Cela ne veut pas dire qu'une banque peut créer une quantité arbitraire de monnaie : elle est contrainte par toute une série de règles prudentielles sur lesquelles je reviendrai. Il est également faux d'en déduire qu'une banque peut créer de la monnaie pour son propre bénéfice : à ce jeu, aucune banque ne ferait jamais faillite. Non, elle ne peut émettre de monnaie que si un client lui demande

un crédit : la création monétaire est endogène. Et c'est bien le drame de la zone euro aujourd'hui : trop peu d'acteurs de l'économie réelle ont recours au crédit bancaire. En revanche, que les banques soient capables de créer de la monnaie à partir de rien signifie au moins deux choses :

– *primo*, que les politiques construites (depuis 2009 notamment mais déjà dans les années 1980) sur le « multiplicateur monétaire » n'ont aucune chance d'aboutir. Elles postulent en effet que l'offre de monnaie par la banque centrale crée la demande de crédit auprès des banques commerciales ¹⁰ ;

– *secundo*, qu'une grande partie de l'argent qui a été prêté à la plupart des pays surendettés de la zone – la Grèce au premier chef – ne provient pas de l'épargne durement accumulée par d'honnêtes travailleurs qui seraient terriblement lésés si cette dette devait être annulée – elle le sera nécessairement un jour car il ne fait de doute pour personne que la Grèce ne pourra pas la rembourser, et que l'austérité budgétaire qui lui est imposée dans le déni de la volonté démocratique de ses citoyens achève de la priver des seuls moyens dont elle dispose pour y parvenir. Non, la création de cet argent n'a pas coûté significativement plus qu'un peu d'huile de coude pour écrire une ligne de code sur un écran d'ordinateur.

Comprend-on pourquoi le totem que Turner abat ici sans égard pour nos illusions a la vie dure ?

Or tant que nous autres, économistes, continuerons de raisonner dans un univers peuplé de « fausses banques » et où tout ce qu'il y a à savoir du monde se trouve prétendument « signalé » par des prix de marché, nous nous interdirons de comprendre pourquoi les économies occidentales vont si mal.

Comment sortir du piège déflationniste et éviter la stagflation ?

Reprenons le scénario laissé en suspens autour du « moment de Minsky ». Une fois la bulle spéculative éclatée, une fraction importante des investisseurs ruinés fait inévitablement faillite. Les survivants, néanmoins, font généralement pâle figure car ils ont tout perdu ou presque, sauf... leur dette. Et ils sont contraints de continuer à la rembourser alors que les actifs dont l'achat avait justifié leur surcroît d'endettement n'existent plus ou ont désormais une valeur de marché nulle. Ces investisseurs deviennent alors ce qu'on pourrait appeler des « zombies ». L'essentiel de leurs revenus sert à rembourser leur dette. C'est très exactement la situation que décrit Turner à propos du Japon des années 1990. Ce phénomène – la trappe déflationniste – est connu depuis les travaux d'Irving Fisher dans les années 1930 ¹¹. Mais là encore, ces travaux ne sont quasiment jamais enseignés

dans les établissements d'enseignement supérieur. Turner reprend à son compte la logique fishérienne de la déflation induite par le surendettement et des effets pervers qu'elle induit : si, en effet, nos investisseurs « zombies » tentent de réduire leur dette, le seul moyen pour eux d'y parvenir consiste à vendre leur capital. Si un grand nombre d'entre eux sont vendeurs, le prix du capital finira par baisser, entraînant avec lui des pans entiers de l'économie. Mais cette baisse généralisée des prix (ou du moins, la disparition de toute inflation autre que celle qui est tirée par l'énergie et la spéculation immobilière) alourdit le fardeau de la dette réelle des débiteurs. D'où le paradoxe de Fisher : en situation de déflation, plus le nombre de ceux qui tentent de se désendetter est important, plus leur dette réelle augmente ! Au pays des zombies, plus les morts-vivants qui tentent de revenir dans le monde des vivants sont nombreux, plus ils s'enfoncent collectivement dans le royaume des morts.

Dans un tel contexte, comme le montre Turner, la chute des taux d'intérêt directeurs à zéro ne pouvait pas permettre aux acteurs économiques de rétablir leurs bilans. Et les politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre par les banques centrales depuis 2008 étaient évidemment vouées à l'échec : le problème ne se situe pas dans l'offre de monnaie mais dans la demande de crédit. Celle-ci s'est tarie par excès d'endettement privé et multiplication d'acteurs économiques « zombies ». Car les individus ne sont pas les seuls à pouvoir être réduits à l'état de morts-vivants par la dette : les banques elles-mêmes courent ce risque. Le FMI ne prévenait-il pas, dès 2014, que le montant des actifs « pourris » détenus dans les bilans des banques européennes avait doublé depuis 2009, pour avoisiner les 900 milliards d'euros¹² ? Au vrai, des pays entiers peuvent entrer dans cette zone effrayante où les institutions financières ne sont plus tout à fait vivantes, ni complètement défuntes. C'est le cas de l'Europe du Sud, de l'Irlande, du Vietnam, de Hong Kong, de la Chine, de l'Australie, etc.

La solution ? Selon Turner, substituer des politiques monétaires centrées sur le traitement de la dette privée aux politiques monétaires centrées sur le secteur bancaire qui ont été privilégiées jusqu'à aujourd'hui. Pourquoi est-ce si difficile ? L'un des points forts de l'analyse de Lord Turner est de ne pas chercher à dissimuler les épreuves. Et ceux qui n'entendent se satisfaire que de solutions simples et expéditives en seront pour leurs frais. L'économiste britannique, en effet, ne se contente pas d'une analyse purement financière de la crise. La finance de marchés ne serait pas celle que l'on connaît aujourd'hui sans l'évolution récente de nos sociétés tout entières. Aussi l'auteur examine-t-il comment nos sociétés dans leur ensemble ont pu en arriver là. Des sociétés dont l'accumulation de richesses a servi de combustible à l'expansion de la sphère financière. À tel point qu'aujourd'hui le

crédit bancaire, destiné en principe à servir à financer de nouveaux capitaux (*bon crédit*), sert principalement à l'achat de biens fonciers déjà existants (*mauvais crédit*). À l'origine de cette déviance, selon Turner, une tendance naturelle des banques à favoriser la sécurité du foncier au détriment du financement d'actifs productifs. La hausse continue des biens immobiliers des grandes villes comme Londres ou Paris permet aux banques de prêter toujours plus d'argent aux individus pour le financement d'un même bien. En d'autres termes, la métropolisation de nos géographies – jointe à la relégation des classes pauvres et moyennes dans les banlieues – et l'instabilité macroéconomique sont deux aspects d'une même réalité : nous sommes « accros » à la (mauvaise) dette.

C'est ce phénomène qui explique l'essentiel de la dérive des inégalités de patrimoine que l'on observe dans un certain nombre de pays de l'OCDE depuis trois décennies. Il préside au mécanisme central à l'œuvre dans l'analyse d'Adair Turner. Dans nos économies, estime-t-il, « la capacité illimitée du système bancaire à créer du crédit, de la monnaie et du pouvoir d'achat est uniquement contrainte par l'offre inélastique d'actifs fonciers spécifiques ». Pour l'auteur en effet, c'est l'interaction entre ces deux éléments qui est au cœur de l'instabilité macroéconomique. Ce qu'il écrit au sujet de l'immobilier vaut d'ailleurs, à mon sens, tout autant pour les actions financières. Depuis l'effondrement de la bulle Internet en 2001, le marché mondial des introductions en Bourse est resté essentiellement atone, à de très rares exceptions près. De sorte que le stock d'actions émises reste à peu près constant. Les tombereaux de liquidités émis par les banques centrales depuis la fin des années 1990 ont alors permis à ceux qui bénéficièrent de cette manne de spéculer sur les actions de la même manière qu'ils ont spéculé sur les centres-villes bourgeois des grandes capitales occidentales.

Au-delà du foncier, d'autres facteurs poussent à la création excessive de (mauvais) crédit selon Turner. Les inégalités favorisent le crédit car la tendance naturelle des plus riches à épargner une plus grande proportion de leur revenu génère des tensions déflationnistes. Celles-ci contraignent les plus pauvres à contracter des crédits pour pouvoir garder leur niveau de consommation constant. C'est ici que l'auteur opère un lien fondamental entre l'accroissement des inégalités et la dynamique de la dette privée. Plus il y a d'inégalités, plus les pauvres (qui le peuvent) auront tendance à s'endetter. On pourrait du reste remarquer que cette dynamique perverse a tendance à s'auto-entretenir car l'endettement des pauvres les contraint à consacrer une part grandissante de leur revenu au service de la dette, lequel gonflera les profits des banques, donc les dividendes de leurs actionnaires¹³. Autrement dit, l'endettement des pauvres et des classes moyennes induit des profits supplémentaires pour les riches.

Jusqu'au moment où, comme en 2007, les pauvres ne peuvent pas non plus rembourser leurs dettes et voient leurs biens saisis. Leur propriété est alors transférée au secteur bancaire, donc à ses « propriétaires ». L'endettement siphonne les revenus des pauvres pour les redistribuer aux plus riches, et le défaut de paiement achève de siphonner le peu de capital dont disposent les premiers pour le transférer aux seconds. Dans le cas d'un pays « zombie », comme la Grèce, le transfert prend la forme de privatisations, comme celle du port du Pirée, vendu pour une bouchée de pain, ainsi que celles d'îles entières dans la Méditerranée, d'aéroports grecs, etc.

Si le crédit nuit à la stabilité du système financier et qu'il ne permet pas non plus de sortir de la trappe déflationniste, il faut alors, selon Turner, le restreindre : en limiter la création et assurer son orientation vers les secteurs productifs.

Pour arriver à mettre en place ce type de réformes, il faut, selon notre auteur, consentir à trois vérités dérangeantes. Tout d'abord, nous l'avons vu, les marchés financiers et la liquidité du système interbancaire ne garantissent pas une allocation plus optimale des ressources. Ensuite, cibler un taux d'inflation à 2 % ne protège pas l'économie de l'instabilité des marchés financiers. Enfin, et ce point n'est pas le moindre, la création de crédit n'est pas un facteur fondamental de la prospérité économique. Une fois ce constat admis, notre auteur propose des pistes de réformes radicales :

– Dans la postface à la présente édition française de son ouvrage, l'auteur explique qu'au regard de la quasi-stagnation enregistrée par l'Europe depuis 2009 et compte tenu de l'accroissement phénoménal de dette (privée et publique) auquel nous recommandons d'assister dans de trop nombreux pays, le financement direct des déficits publics par voie de création monétaire est inévitable. C'est précisément ce Rubicon que les traités européens interdisent à la Banque centrale européenne de franchir. Pourquoi ? Parce que la zone euro est construite sur le dogme invraisemblable selon lequel, lorsque les banques privées créent de la monnaie pour maximiser leur profit, elles servent l'intérêt général, tandis que lorsque la Banque centrale crée de la monnaie pour un État, elle se compromet nécessairement dans les basses œuvres de la politique électorale. Dogme d'autant plus étonnant que les vingt-cinq dernières années nous ont tous édifiés sur la capacité du secteur bancaire privé à faire bon usage de son droit de battre monnaie, et que les dirigeants des banques, en France en tout cas, sont tous issus de la haute fonction publique. Lorsque ces fonctionnaires travaillent pour l'État, ils seraient notoirement incompétents, tandis que, dès que leurs salaires sont multipliés par plus de cent à l'issue d'une pantoufle dans le privé, ils deviennent soudainement des experts. Il n'est que trop clair que Turner a raison : il est temps de redonner aux

États membres de la zone euro le droit régalien de frapper monnaie pour financer, au moins en partie, leur déficit.

– Pour assurer la stabilité des marchés financiers, Turner accorde une considération non feinte à l'idée d'« abolir les banques », en les contraignant à garder des réserves équivalentes à 100 % de leurs encours. De fait, les banques n'auraient alors plus d'autre fonction économique que de gérer l'épargne des individus. Cette proposition – parfois connue sous le slogan « 100 % monnaie banque centrale » – n'est autre que le « plan de Chicago » défendu dès la fin des années 1930 par Irving Fisher, le jeune Milton Friedman mais aussi Maurice Allais.

– Taxer la « pollution de la dette » afin de limiter les externalités sociales négatives. Selon Turner, cela pourrait prendre la forme d'un impôt sur le crédit bancaire, afin de le rendre plus coûteux.

– Favoriser les innovations financières ayant un impact social positif. Par exemple, les remboursements des contrats de dette pourraient être indexés au PIB afin que le niveau d'endettement de l'économie n'augmente pas en cas de récession.

– Selon Turner, l'utilisation de la planche à billets, dans des conditions bien définies, peut permettre de relancer une demande nominale atone par l'injection de monnaie fiduciaire dans l'économie réelle (et non dans le système bancaire). Si ménages et entreprises sont convaincus qu'il s'agit d'un événement exceptionnel et que cet argent ne leur sera pas repris sous forme d'impôt, alors la demande nominale devrait repartir à la hausse. Cette expérience dût-elle être répétée plusieurs fois, il faudrait s'attendre, selon Turner, à une accélération de l'inflation. Au chapitre 15, toutefois, Turner plaide pour un financement monétaire permanent de longue durée et à taux zéro, et non pour une opération unique, compte tenu de l'extraordinaire niveau d'endettement privé atteint en Europe.

– Cette monnaie créée par la banque centrale permettrait alors à l'État d'accroître le montant de la dépense publique. Elle pourrait même être utilisée afin d'effacer des pans entiers de la dette publique. Pareil désendettement de l'État permettrait, selon Turner, de restaurer la confiance des agents dans l'économie.

– Enfin, la création de monnaie par la banque centrale pourrait servir à recapitaliser les banques et à assainir le système financier. Adair Turner reconnaît que cette dernière alternative à la « monnaie hélicoptère » serait peut-être plus facile à faire accepter par les tenants de l'orthodoxie.

Une partie de ces propositions exigent d'être discutées – et Turner ne cède jamais à la caricature. Par exemple, bien que j'aie moi-même plaidé pour le « 100 % monnaie banque centrale ¹⁴ », force est de reconnaître que, dans le contexte actuel, une telle mesure permettrait difficilement au crédit bancaire de repartir : le profit

des banques privées se limiterait logiquement au différentiel entre le taux de rémunération des comptes de dépôt et le taux d'emprunt, ou entre ce dernier et le taux directeur de la Banque centrale européenne. Même si celui-ci est aujourd'hui négatif (Francfort paie les banques privées pour qu'elles lui empruntent de la monnaie), reste que les banques auraient encore moins d'incitations qu'aujourd'hui à prêter à l'économie réelle. Autrement dit, cette mesure ne pourra être mise en place efficacement qu'une fois que l'économie aura redémarré. Excellente prophylaxie de prévention destinée à empêcher la prochaine crise, elle ne permet guère de sauver les victimes de la précédente. D'ailleurs, Turner semble hésiter à son sujet. En 2014-2015, à l'heure où il écrit les pages qui suivent, la question de réserves obligatoires 100 % monnaie centrale se pose avant tout à ses yeux pour le surcroît de création monétaire par la banque centrale destiné à financer les déficits publics. À mon sens, et avec le recul de deux années supplémentaires de léthargie économique autour du bassin atlantique nord, la question ne tardera pas à se poser de savoir si, dans l'intérêt même de sauver le secteur bancaire européen, il ne conviendrait pas d'imposer le plan de Chicago à l'ensemble de la création monétaire au sein de la zone euro.

Quant à la « monnaie hélicoptère », j'ai aussi plaidé en sa faveur, mais on doit, là encore, admettre que le montant de liquidité monétaire qu'il faudrait aujourd'hui injecter dans la zone euro pour faire redescendre le ratio dette privée/PIB en dessous, disons, de la barre des 100 % est tout simplement colossal (de l'ordre de plusieurs milliers de milliards d'euros). Car la « monnaie hélicoptère » ne fait pas disparaître les dettes, elle les dilue dans un océan monétaire. Et si les dettes sont immenses, l'océan doit l'être davantage encore pour que l'opération soit efficace. En d'autres termes, cette mesure est fondamentale mais, à moins d'être déployée à très grande échelle, elle ne suffira pas à sortir l'Europe du marécage du surendettement. À ceci, certains objecteront que Francfort et les principales banques centrales de l'OCDE ont bel et bien créé des milliers de milliards au bénéfice des banques. Ce que nous avons fait pour sauver les banques, ne peut-on pas le faire pour sauver l'économie tout entière ? Et ils auront raison, avec Adair Turner. Un juste compromis pourrait être trouvé en ciblant la « monnaie hélicoptère » de la banque de Francfort sur les investissements de long terme de la transition énergétique. C'est cette option qui est défendue, par exemple, dans le rapport Canfin-Grandjean de 2015¹⁵.

L'audace des propositions de Turner contraste avec bonheur avec la timidité de tout ce qui a pu être proposé jusqu'à ce jour par le sérail financier occidental. Elles sont à la sphère monétaire et financière ce que sont les propositions de Tony Atkinson pour la lutte contre les inégalités. Davos serait bien inspiré d'en écouter

les leçons. D'autant que notre auteur sait fort bien que ces premières mesures, si révolutionnaires soient-elles, ne suffiront pas. Aussi n'hésite-t-il pas à entrer dans le maquis de la nécessaire réglementation bancaire – un domaine où les économistes qui ont le courage de s'aventurer se font étonnamment rares. Les règles prudentielles des banques, explique-t-il, prennent mal en compte les risques que l'agrégation des comportements individuels fait peser sur l'ensemble d'une économie. Ainsi, même si chaque prêt immobilier est utile à la banque et à l'emprunteur, une création monétaire excessivement orientée vers des prêts immobiliers peut s'avérer nuisible à l'ensemble de l'économie. (C'est exactement ce hiatus entre l'utilité individuelle et l'utilité sociale qui explique l'inefficience générique des marchés financiers.) De même, remplir d'essence le réservoir d'une voiture est utile à son conducteur et a un impact presque négligeable sur l'environnement : il n'en demeure pas moins que les émissions de dioxyde de carbone cumulées promettent de rendre notre planète hostile à la survie de l'espèce humaine au siècle prochain si nous ne bifurquons pas rapidement hors du monde carboné que nous a légué la révolution industrielle. Les externalités négatives du système financier sont bien réelles, elles aussi, et doivent être réduites et/ou taxées. En outre, Turner montre que les outils censés améliorer la gestion des risques des produits financiers n'ont fait que les multiplier, notamment en complexifiant les chaînes qui relient le prêteur et le bénéficiaire final du prêt. Les banques enfin doivent être, selon notre auteur, séparées, fragmentées par pays ou régions, et dotées d'un ratio de capital bien plus élevé. La séparation entre banques de dépôt/crédit et banques d'investissement, on le sait, n'a pas été conduite jusqu'au bout en zone euro en dépit du rapport Liikanen et des efforts du commissaire européen Michel Barnier, notamment. Turner nous invite donc à la mener à bien.

Quant au relèvement du ratio de capital, pour l'avoir également défendu ¹⁶, je sais à quel point il déclenche des cris d'orfraie de la part de nos amis banquiers et parfois même de leurs régulateurs (eux-mêmes éventuellement acquis aux intérêts de ceux qu'ils sont censés superviser). Mais ces cris ne doivent pas impressionner : au début du XX^e siècle, le ratio entre la taille du bilan d'une banque et ses fonds propres était de 20 % (après avoir avoisiné 50 % tout au long du siècle précédent). Et c'est là, sans doute, un seuil raisonnable. Aujourd'hui, ce seuil (qu'il ne faut pas confondre avec le ratio entre la taille de bilan et la somme des fonds propres pondérée des risques, laquelle autorise bien trop de manipulations *ad hoc* via l'appréciation desdits risques) tourne autour de 3 % pour la plupart des banques de la zone euro. Si l'on se rappelle que certaines banques ont essuyé jusqu'à 11 % de pertes sur leurs actifs en 2008, on comprend que toutes celles qui s'obstineront à

conserver des ratios aussi faibles seront en faillite à la prochaine grande crise – laquelle, on l’a dit, ne manquera pas d’arriver.

Enfin, et peut-être surtout, selon Turner, les nations doivent retrouver la possibilité de recourir au contrôle des capitaux en tant que de besoin, afin de protéger leur monnaie et le niveau de vie de leurs citoyens. Là encore, ma propre expérience¹⁷ est que cette question demeure aujourd’hui largement taboue. La mobilité du capital fait partie des piliers fondateurs de la construction économique de la zone euro. La remettre en cause est rapidement considéré comme le symptôme d’un refus du projet européen comme tel, voire comme l’adhésion avouée à un « protectionnisme » honni. Le très Britannique Adair Turner ne peut guère être soupçonné de nourrir un attachement atavique à un protectionnisme dont le grand apôtre reste un Allemand, Friedrich List. Et sa posture est celle d’un farouche opposant au Brexit. Loin d’être hostile au projet politique européen, bien au contraire, Turner est d’abord un professionnel des marchés financiers qui sait que la mobilité du capital a favorisé l’instabilité de la sphère financière et l’érection de paradis fiscaux aux quatre coins de la planète. Et qui a compris que nous ne sauverons pas l’économie occidentale de ses démons si nous ne renonçons pas au tabou du libre-échange.

Puissent les pages qui suivent inspirer les décideurs européens et nous aider à sortir de la maladie auto-immune dans laquelle nous enferme le néolibéralisme insensé professé par un certain nombre d’entre nous : une maladie dans laquelle les recettes que l’on tente d’appliquer pour guérir le malade – l’austérité budgétaire, le multiplicateur monétaire, le *quantitative easing* à destination des banques, l’assouplissement des règles prudentielles d’octroi de crédit, la résurrection de la titrisation, etc. – sont elles-mêmes à la racine du mal. Loin de sauver Eurydice, elles verrouillent Orphée et celle qu’il aime en Laconie, derrière les portes de l’enfer.

La radicalité de Turner est nécessaire. À se montrer moins audacieuse, l’Europe ne sortira pas de la dépression, s’expose à une stagflation mortelle, et ne sera pas prête à affronter la prochaine crise financière.

Notes

1. Cf. G. Giraud et T. Kockerols, « Vers une Union bancaire européenne résiliente sur le plan macroéconomique : rapport sur le coût de la non-Europe », European Parliament Think Tank, juin 2015.

2. Cf. J. Diamond, *Effondrement : comment les sociétés décident de leur disparition ou de leur survie*, trad. A. Botz et J.-L. Fidel, Paris, Gallimard, 2006.

3. K. Polanyi, *La Grande Transformation : aux origines politiques et économiques de notre temps* [1944], trad. M. Angeno et C. Malamoud, Paris, Gallimard, 1983.
4. J.D. Geanakoplos et H.M. Polemarchakis « Existence, regularity, and constrained suboptimality of competitive allocations when the asset market is incomplete », in W. Heller, R. Starr et D. Starrett (dir.), *Essays in Honor of Kenneth Arrow*, vol. 3, Cambridge, Cambridge University Press, 1986, p. 65-95.
5. R. Elul, « Welfare effects of financial innovation in incomplete markets economies with several consumption goods », *Journal of Economic Theory*, vol. 65, n° 1, 1995, p. 43-78.
6. C'est ce caractère iconoclaste qui inscrit l'ouvrage de Turner dans la lignée, notamment, de ceux de Steve Keen (*L'Imposture économique*, Ivry-sur-Seine, Éditions de l'Atelier, 2014), Antonin Pottier (*Comment les économistes réchauffent la planète*, Paris, Seuil, 2016), ou encore Kaushik Basu (*Au-delà du marché*, Ivry-sur-Seine, Éditions de l'Atelier, 2017).
7. R. Rahi, « Partially revealing rational expectations equilibria with nominal assets », *Journal of Mathematical Economics*, n° 24, 1995, p. 137-146.
8. Le plus connu étant certainement celui de D.W. Diamond et P.H. Dybvig, « Bank runs, deposit insurance, and liquidity » (*Journal of Political Economy*, vol. 91, n° 3, 1983, p. 401-419), dont le modèle sert de paradigme à l'ensemble de l'économie néoclassique.
9. Cf. M. McLeay, A. Radia, et R. Thomas, « Money creation in the modern economy », *Bank of England Bulletin*, Q1, p. 14-27. Voir aussi G. Giraud, *Illusion financière*, Ivry-sur-Seine, Éditions de l'Atelier, 2015 [nouvelle édition].
10. Le multiplicateur monétaire est alors supposé quantifier le ratio entre la création de monnaie banque centrale et le surcroît de demande de crédit bancaire. En zone euro, ce multiplicateur, s'il existe, s'est effondré à zéro après 2010.
11. Voir aussi G. Giraud et A. Pottier, « Debt-deflation versus the liquidity trap: the dilemma of nonconventional monetary policy », *Economic Theory*, vol. 62, n° 1, 2016, p. 383-408.
12. FMI, « Global financial stability report: moving from liquidity to growth-driven markets », avril 2014.
13. Cf. G. Giraud et M. Grasselli, « Inequality and growth in the long-run: a stock-flow consistent analysis », à paraître en 2017.
14. Cf. G. Giraud, *Illusion financière*, *op. cit.*
15. « Mobiliser les financements pour le climat : une feuille de route pour financer une économie décarbonée », rapport de la commission coprésidée par P. Canfin et A. Grandjean, La Documentation française, juin 2015.
16. Cf. G. Giraud et C. Renouard (dir.), *Vingt propositions pour réformer le capitalisme*, Paris, Flammarion, 2012 [3^e éd.].
17. G. Giraud, « L'épouvantail du protectionnisme », *Projet*, vol. 1, n° 320, 2011, p. 118 *sqq.*

Nos dirigeants ont-ils tiré les leçons de la crise financière mondiale de 2008 ? Une telle catastrophe peut-elle se reproduire ? De toute part, on se veut rassurant : les banques seraient mieux encadrées, plus solides... Et pourtant, moins de dix ans après le krach, la dette mondiale a été multipliée par quatre ! Pourquoi évoque-t-on la dette des États, mais jamais le surendettement, tout aussi préoccupant, du secteur privé ?

Dans cet ouvrage détonnant, Lord Adair Turner livre un verdict implacable. Homme du sérail, économiste et financier, il devient président de l'Autorité des services financiers britannique quatre jours après la faillite de Lehman Brothers. « Je croyais comprendre les risques du système financier mais, sur certains points essentiels, je me trompais. »

Pour Turner, la croissance démesurée de la dette peut être considérée comme une forme de pollution économique illustrée par la spéculation immobilière et générée par un libéralisme économique-financier dont il pourfend l'irresponsabilité. Dès lors, des mesures beaucoup plus fermes doivent être prises pour que les États reprennent le contrôle de la dette : séparer les activités de marché des banques et les activités de dépôt, exiger que leurs actionnaires les recapitalisent à hauteur suffisante, contrôler les mouvements de capitaux. C'est à ce prix que le monde sortira du marasme économique dans lequel il est plongé. « En 2008, j'étais loin de me douter que je formulerais un jour de telles propositions », indique Lord Adair Turner.

Son livre et sa postface à l'édition française sonnent comme un avertissement : si nous ne tirons pas les leçons des erreurs passées, les électeurs se tourneront vers les politiques « anti-élites » et « la victoire populiste de Donald Trump sera suivie de beaucoup d'autres ».

« *Reprendre le contrôle de la dette* marque une avancée majeure de l'économie monétaire, qui aura de profondes implications pour la réforme des politiques économiques. »

Joseph E. Stiglitz, prix Nobel d'économie

« L'audace des propositions de Turner contraste avec bonheur avec la timidité de tout ce qui a pu être proposé jusqu'à ce jour par le sérail financier occidental. »

Gaël Giraud, chef économiste de l'Agence Française de Développement (AFD)

Lord Adair Turner, ancien dirigeant européen d'une banque américaine, a présidé l'Autorité des services financiers britannique de 2008 à 2013. Ancien directeur général de la Confédération de l'industrie britannique, et ancien président du Comité britannique sur le changement climatique, il est actuellement président de l'Institut pour une nouvelle pensée économique (Inet) et président de la Commission pour les transitions énergétiques.

Gaël Giraud est chef économiste de l'Agence Française de Développement (AFD) depuis janvier 2015. Directeur de recherche au CNRS, directeur de la chaire Énergie et prospérité, il est l'auteur de plusieurs essais parmi lesquels Illusion financière (Éditions de l'Atelier, nouvelle édition, 2015).

Traduit de l'anglais par Laurent Bury

Relecture scientifique par Mireille Martini

LES ÉDITIONS DE L'ATELIER
Les Éditions Ouvrières
51-55, rue Hoche
94200 Ivry-sur-Seine
www.editionsatelier.com



Prix : 25 €
ISBN : 978-2-7082-4513-6

CNL
CENTRE
NATIONAL
DU LIVRE