

Si le premier point est une correction conjoncturelle, il n'en va pas de même pour les deux derniers. Comme le chômage, le déficit budgétaire est endémique, et il serait bien difficile de trouver des Français pouvant citer de mémoire l'année et le montant du dernier excédent budgétaire. Mais avant de nous livrer à une étude de ces deux phénomènes, nous devons nous étendre sur les crises conjoncturelles, et sur leurs causes monétaires.

CRISES ET CYCLES DE L'OFFRE

Ceux qui croient que les gouvernements sont capables de «stabiliser l'économie» constituent une écrasante majorité de l'opinion. Sans nécessairement en avoir clairement conscience, ils font l'hypothèse qu'une économie de marché est fondamentalement instable, de telle sorte qu'il existe un besoin irrépressible de stabilisation, et que celui-ci ne peut être satisfait qu'au moyen d'une intervention «*hors marché*», c'est-à-dire une intervention de l'Etat.

Cette hypothèse est erronée, pour une raison logique simple: si, autrefois, dans un lointain passé, les «*crises*» provenaient de causes «*réelles*» affectant la production (fluctuations climatiques, par exemple), dans les sociétés modernes, les «*chocs*» exogènes de cette nature ont, depuis longtemps, perdu la plus grande part de leur importance du fait du processus de «*diversification*» de nos économies. Aujourd'hui, les fluctuations conjoncturelles et les crises sont d'une nature essentiellement monétaire et financière. Mais comme nous vivons dans des régimes où c'est l'Etat qui, depuis l'établissement du monopole des banques centrales, dispose du pouvoir de décision ultime en matière de création de monnaie, on ne saurait en rendre le marché responsable puisque c'est précisément un domaine où la production échappe, depuis belle lurette, aux mécanismes de l'économie libre.

Croissance, épargne, et «détours de production»

Pour bien comprendre ce que cette remarque implique, il faut revenir sur quelques notions de base concernant la nature même de la croissance. Celle-ci n'a rien à voir avec la demande. *Ce n'est pas l'augmentation de la consommation qui fait la croissance, mais la croissance des revenus rendue possible par l'épargne et l'investissement qui fait croître la consommation.* La croissance n'est fondamentalement possible que parce que, à

l'origine, un certain nombre de gens, au lieu de consommer directement, consacrent une partie de leurs ressources et de leur temps à la création de produits intermédiaires et de biens capitaux (par exemple: des outillages et des usines) qui — s'ils correspondent à des choix judicieux — viennent augmenter la capacité productive du système économique. Cependant, la constitution de ces «*détours de production*» suppose que les investisseurs disposent, dès le départ, de suffisamment de liquidités pour payer leurs travailleurs et leurs achats pendant toute la période qui précède la mise en route de leur activité. Pour cela, ils empruntent à d'autres l'argent que ceux-ci ont épargné et qui leur est rémunéré à un «*prix*» (le taux d'intérêt) dont le niveau est déterminé par la valeur du sacrifice que les gens ont le sentiment de faire lorsqu'ils décident de retarder une consommation aujourd'hui, dans l'attente de consommer davantage plus tard (ce que les économistes appellent «*la préférence pour le temps*»).

Plus la croissance se développe, plus le nombre et l'importance de ces «*détours de production*» grandissent, et plus le temps moyen d'un «*cycle de production*» s'allonge. Leur agencement détermine la structure de l'appareil producteur, ainsi que les courants d'échange. Cet appareil subit en permanence des adaptations, au fur et à mesure que les marchés révèlent des variations de «*prix relatifs*» entre les différents biens et services. Ce processus modifie les courants d'échange à l'intérieur du système économique, provoquant l'extension de certains secteurs et la contraction d'autres; ce qui conduit à des déplacements de capitaux d'un secteur économique à l'autre, et donc, à un nouvel aménagement des «*détours de production*». Et ainsi de suite...

Création monétaire et taux d'intérêt

Dans le monde complexe qui est celui des économies modernes, le crédit a depuis longtemps cessé d'être le privilège de quelques usuriers. C'est le domaine des banques. Mais il y a

deux manières de faire du crédit. On peut imaginer qu'elles agissent uniquement comme intermédiaires financiers, les crédits qu'elles consentent aux investisseurs ayant pour seule origine, soit leurs fonds propres, soit les fonds que leurs clients ont déposés auprès d'elles, précisément dans le but d'effectuer des placements. La caractéristique d'un tel système (dit de «*crédit réel*») est que les crédits distribués sont bel et bien représentatifs de ressources réelles à l'usage immédiat desquelles leurs propriétaires légitimes ont renoncé afin d'en tirer un rendement. On n'investit que ce qui est réellement épargné, dans des conditions de rémunération qui dépendent des préférences temporelles des individus. Le taux d'intérêt (que l'on qualifie alors de naturel) véhicule un signal «*vrai*» qui renseigne les entrepreneurs sur les véritables choix faits par les agents économiques entre présent et futur, et donc sur l'état réel des ressources disponibles pour mener à bien leurs projets. On est dans une situation qui, sans être nécessairement parfaite, offre les meilleures chances d'assurer, en souplesse et sans accident notable, la coordination temporelle des multiples projets d'investissement ou de consommation des uns et des autres.

La seconde solution consiste, pour les banques, à faire des crédits qui n'ont pas nécessairement pour origine une épargne correspondante, mais une création *ex nihilo* de monnaie à partir des dépôts qu'elles collectent. Ce n'est pas une pratique récente, mais qui s'est étendue et généralisée au vingtième siècle depuis que le développement de l'intervention de l'Etat dans le domaine monétaire et financier a favorisé la cartellisation de l'industrie bancaire. Aujourd'hui, c'est de plus en plus essentiellement par le crédit, et en particulier le crédit aux entreprises, que la monnaie, sous le contrôle des autorités publiques, est désormais introduite dans l'économie. Il en résulte une série d'enchaînements cruciaux pour comprendre où se situe fondamentalement l'origine des mouvements et fluctuations économiques — et donc des crises.

Une banque a, en effet, d'autant plus tendance à accroître sa production de crédits et de monnaie que la rémunération de la

monnaie est faible, et que le risque attaché aux crédits est moindre. A la limite, si la banque peut ne pas rémunérer les détenteurs de monnaie, et si le risque sur les crédits est totalement évacué, même un crédit à faible taux d'intérêt est profitable pour la banque, et l'émission de monnaie est potentiellement infinie. Ainsi, lorsque, comme c'est le cas dans les régimes monétaires modernes, les autorités imposent le monopole d'une monnaie nationale, interdisent ou limitent la rémunération des encaisses monétaires, diminuent le risque des opérations de crédit en garantissant les banques contre le risque de faillite, et qu'elles multiplient les procédures pour faciliter le financement par le système bancaire des déficits budgétaires publics, on est dans une situation où, malgré les mécanismes de contrôle externe que les pouvoirs publics prétendent mettre en place, la création de monnaie se fait à des rythmes naturellement inflationnistes. Beaucoup plus de crédits sont mis à la disposition des entreprises qu'il n'y a réellement d'épargne nouvelle offerte.

Résultat? L'abondance de monnaie fait baisser les taux d'intérêt — qu'il s'agisse des taux courts ou des taux longs — en dessous du niveau qui serait le leur dans une économie de «*crédit réel*». Il se produit un écart croissant entre, d'une part, le niveau des taux qui prévaut sur le marché et, d'autre part, le taux d'intérêt «*naturel*» — c'est-à-dire celui qui correspond à la rareté relative véritable de l'épargne. Cette baisse des taux laisse croire aux opérateurs économiques qu'ils peuvent disposer d'une épargne plus abondante, et puiser dans un stock de ressources disponibles plus important que ce n'est réellement le cas. Ce n'est pourtant qu'une illusion. Du fait des arrangements institutionnels propres aux économies monétaires contemporaines, les taux qui résultent du marché envoient une information erronée. Le mécanisme des prix relatifs ne remplit plus sa fonction. Les entreprises mettent en chantier plus de nouveaux projets qu'elles ne le feraient si elles étaient mieux renseignées sur l'état exact du rapport entre l'épargne et la consommation, et cela sur la base de calculs économiques qui, du fait du caractère «*arbitraire*» des taux d'intérêt pris en compte, n'ont en réalité aucune

chance de se réaliser. Mais au moment où les décisions sont prises, personne n'en sait rien, ni n'a les moyens de l'anticiper (pas même l'Etat). Il s'ensuit l'apparition d'une phase d'expansion «*accélérée*» qui, *a priori*, satisfait tout le monde.

Première phase: le «boom»

Le faible niveau des taux d'intérêt, l'augmentation du nombre de projets industriels, la demande accrue de biens d'investissement, tout cela crée une atmosphère irrépressible de prospérité. Le crédit est abondant. Le marché du travail se tend et favorise la hausse rapide des salaires et revenus. C'est le «*boom*». Tout le monde en tire profit. Cependant, tout le monde n'est pas vraiment égal devant le boom. Il y a des industries, des entreprises qui en profitent davantage que d'autres. Ce sont celles qui se situent le plus en amont de la structure industrielle; celles qui travaillent sur les marchés des matières premières de base, fabriquent des biens capitaux ou des produits intermédiaires. Pour des raisons purement mathématiques (le jeu des intérêts composés), disposer de taux d'intérêt bas est en effet d'autant plus avantageux financièrement que l'argent que l'on emprunte est placé dans des projets à horizon économique long. L'allègement de charges qui résulte de l'accès à des taux bas est d'autant plus important qu'il s'agit de projets industriels dont les délais de réalisation s'étendent sur de nombreuses années. Les industries de consommation en profitent également, mais beaucoup moins que ceux qui construisent des usines, font de la recherche, développent de nouvelles techniques et de nouveaux procédés, ou encore montent de grandes opérations immobilières. Ce qu'on appelle le boom, est une période de prospérité générale. Mais une prospérité non également répartie, «*déséquilibrée*» qui, en priorité, se traduit par un allongement des processus de production, et une croissance plus rapide par rapport à la moyenne des secteurs et industries spécialisés dans la création de biens capitaux et la fabrication de produits intermédiaires. La caracté-

ristique du boom est de faire glisser le centre de gravité de la structure industrielle d'un pays vers l'amont, vers les entreprises qui travaillent pour les marchés situés le plus loin de la demande finale. C'est par exemple dans ces secteurs que se situe l'essentiel des nouvelles créations d'emplois commandées par la conjoncture. Malheureusement, cette situation n'est pas stable.

Les entreprises ne peuvent se procurer les ressources qu'elles croyaient disponibles qu'en les disputant aux industries de consommation, où elles sont déjà employées. Cette surenchère est possible dans la mesure où précisément le crédit bancaire est bon marché. Par leur politique de crédit, les banques élargissent l'avantage de marges dont bénéficient les entreprises emprunteuses qui sont, dès lors, en mesure d'offrir des prix et des salaires plus élevés et de s'approprier les facteurs de production et les biens intermédiaires dont elles ont besoin. La conjoncture de surinvestissement, provoquée par l'inflation initiale de crédits, entraîne ainsi l'apparition d'un pouvoir d'achat supplémentaire nouveau, distribué au fur et à mesure de l'avancement des projets en cours. Celui-ci va gonfler la demande adressée aux entreprises produisant des biens de consommation. Mais ces entreprises sont précisément celles dont le développement relatif a été stoppé par la surenchère des industries situées plus en amont dans la hiérarchie des secteurs industriels. Conséquence: une situation caractéristique de surchauffe où la croissance de la demande dépasse les capacités immédiates de réponse de l'offre. La hausse des prix se généralise à toute l'économie. Les anticipations inflationnistes se développent, avec pour conséquence que les gens épargnent encore moins, et que les taux d'intérêt se mettent à grimper.

Le retournement vers la récession

En principe, cette augmentation du pouvoir d'achat dépensé devrait être équilibrée par l'arrivée sur le marché des biens produits dans les nouvelles usines financées à crédit. Mais nous

avons vu que lorsque le crédit est offert à un taux d'intérêt inférieur au taux «naturel», cela incite les entreprises à recourir de préférence à des technologies fondées sur un allongement des processus de production. Ce sont des investissements dont le délai d'achèvement est long qui ont été, en priorité, sélectionnés. Donc des investissements qui sont encore loin d'être achevés lorsque la demande supplémentaire, nourrie par les salaires et revenus plus élevés versés à ceux qui concourent à leur réalisation (et financés par le crédit), commencent déjà à arriver sur le marché.

Les industries de consommation fonctionnent au contraire avec un horizon économique court. Il faut beaucoup moins de temps pour installer une épicerie que pour créer un laboratoire ou développer une usine nouvelle. Leurs propriétaires se précipitent à leur tour chez le banquier pour qu'on les aide à agrandir leur appareil de production. Leurs demandes s'ajoutent aux prêts en cours et, face à une offre de crédit abondante mais qui reste néanmoins limitée (d'autant que la généralisation des pressions inflationnistes pousse les pouvoirs publics à se montrer plus restrictifs à l'égard du système bancaire), font exploser les taux, notamment le segment des taux courts. Du jour au lendemain, la situation se renverse. Le décor est planté pour que le boom se transforme en récession, voire dépression.

La raison principale en est, d'une part, l'intensification de la concurrence sur le marché des facteurs, provoquée par le nouvel essor de la demande de biens de consommation au détriment de l'équilibre financier des industries de biens capitaux et de produits intermédiaires; d'autre part, la crise de crédit (*crédit crunch*) qui apparaît et s'accompagne d'un phénomène caractéristique d'inversion de la courbe des taux (taux courts qui passent au dessus des taux longs). Ceux qui s'étaient lancés dans de grands projets à fort contenu capitalistique voient en effet leurs coûts s'envoler avant même que leurs investissements ne soient arrivés à leur terme. Les espoirs qui avaient motivé leurs décisions s'envolent. Leurs projets avaient été conçus sur la base d'anticipations financières dont il apparaît désormais clairement

qu'elles ne se réaliseront pas, donc qu'elles étaient erronées. Plutôt que de continuer à dépenser de l'argent pour terminer des travaux dont il s'avère qu'ils ne peuvent plus atteindre leur équilibre financier, les entreprises n'hésitent pas à tout arrêter, même si cela implique de passer par pertes et profits les équipements déjà achevés. Mieux vaut parfois se couper le bras ou une jambe que d'y passer tout entier. Les secteurs qui étaient à l'origine du déclenchement du «boom» se trouvent contraints de procéder à des révisions déchirantes. C'est le début de la grande purge: on restructure, on coupe dans les dépenses, on arrête les achats de machines et matériels, on licencie... Par ailleurs, la montée des taux d'intérêt réels au-dessus de leur niveau «naturel» provoque un phénomène inverse de celui initialement observé: plus l'écart se creuse, plus cela affecte la valeur des actifs des industries liées à des cycles de production longs. Celles-ci voient leurs garanties bancaires, et donc leurs capacités d'emprunt, s'effriter. Les banquiers deviennent de plus en plus méfiants. Privés d'un soutien aussi essentiel, les secteurs situés le plus en amont dans l'échelle des rapports interindustriels ne peuvent résister à la surenchère que leur livre, au niveau du marché des facteurs, une industrie de biens de consommation qui, elle, au contraire, est en pleine phase d'expansion.

Le passage à la crise

C'est la *crise*. Les entreprises ne peuvent plus faire face à la montée imprévue de leurs coûts. Elles n'ont plus les moyens de se procurer les équipements spécialisés nécessaires à la finition de leurs projets initiaux (ce qui, à son tour, par un effet d'interdépendance, remet en cause la viabilité d'autres investissements conçus en fonction de ce que certains entrepreneurs savaient des projets de leurs collègues). La crise s'installe, non pas parce que la demande a disparu, non pas parce que les consommateurs dépensent moins (c'est le contraire qui se passe), mais parce que le coût artificiellement bas des crédits initialement distribués à

l'industrie a incité certaines entreprises à développer une politique de production dont la structure temporelle se révèle inadaptée au profil d'évolution réel de la demande. Le démarrage de la crise n'a rien à voir avec une défaillance du pouvoir d'achat. Ce qui se produit est une crise de l'offre d'un certain nombre de secteurs qui se rétractent soudainement à la suite d'un problème fondamental d'absence de coordination à l'origine duquel se situe un signal erroné du marché, dont la cause se trouve elle-même au niveau des institutions régulant le fonctionnement de l'offre de monnaie²⁸.

La consommation continue à se porter plutôt bien. Les entreprises les plus directement en contact avec la demande finale font des profits confortables. Mais, là encore, cette prospérité apparente ne peut durer qu'un temps. Les salariés, que les autres secteurs mettent au chômage, représentent autant de pouvoir d'achat en moins. A leur tour, les industries de consommation connaissent un ralentissement de leurs ventes. Le retournement de la conjoncture se généralise de proche en proche à l'ensemble de l'économie. Les pressions sur les prix s'atténuent. On entre alors dans un processus de désinflation. Mais il est encore trop tôt pour que les anticipations inflationnistes (notamment celles des autorités) intègrent cette nouvelle donne. Celles-ci ne s'ajustent qu'avec retard. Les taux d'intérêt nominaux restent donc toujours aussi élevés, alors même que les prix augmentent de moins en moins vite, voire même se mettent à baisser dans les secteurs les plus touchés. Résultat: les taux d'intérêt «réels», eux, continuent de flamber. Ce qui renforce d'autant les difficultés financières des industries de produits de base et de biens intermédiaires déjà touchées par la crise. Le processus de contraction s'intensifie. Les dépôts de bilan se multiplient. Les licenciements deviennent de plus en plus massifs. La psychose du chômage se répand. Même ceux qui

²⁸ Nous verrons comment les institutions monétaires créent ces perturbations de l'émission de monnaie dans la partie suivante de ce chapitre.

gardent leur emploi restreignent leurs achats, pour le cas où... A leur tour, les banques connaissent des difficultés du fait de leur trop fort engagement initial dans les activités qui, aujourd'hui, sont précisément les plus mal en point. L'augmentation du nombre de leurs sinistres, les pertes financières qu'elles enregistrent avec l'effondrement de la valeur d'un grand nombre de leurs actifs, fragilisent tout le système bancaire. Celui-ci réduit son offre. Les liquidités se font en conséquence de plus en plus rares. Ce qui pousse les taux courts vers des sommets toujours plus élevés, aggrave l'inversion des taux, incite désormais les agents économiques à donner la priorité au désendettement plutôt qu'à l'investissement, et incite plus que jamais les épargnants à délaisser les placements industriels et financiers pour leur préférer des choix spéculatifs et monétaires courts. La crise se généralise et gagne toute l'économie. On est entré dans un processus de récession-déflation, voire de déflation-récession dont la durée et l'intensité vont dépendre de la rapidité avec laquelle les autorités monétaires réagissent pour éviter l'écueil d'un processus cumulatif de déflation déclenché par l'apparition d'un phénomène de trappe monétaire.

Conclusion

Cette analyse reste évidemment très sommaire. Mais elle suffit néanmoins pour faire apparaître trois éléments essentiels.

- 1° *Il ne sert à rien de se livrer à une politique de «relance de la demande».* Ce n'est pas le problème. Relancer la consommation, d'une manière ou d'une autre, a au contraire pour effet de prolonger la récession. La raison de ce paradoxe? En agissant de façon préférentielle sur la consommation des ménages, on renforce l'avantage des industries de consommation par rapport aux autres secteurs dans la concurrence pour attirer les facteurs et les liquidités. On accroît les disparités dans l'évolution des coûts de

production. On ne remédie en rien au *caractère inadapté de la structure temporelle de l'offre*, alors que c'est elle qui est au cœur du processus oscillatoire à l'origine de la crise.

- 2° *On ne peut pas dissocier la crise de ce qui s'est passé avant.* Dès lors qu'il y a *boom*, il y aura nécessairement *récession* ensuite. L'un découle inévitablement de l'autre. Le boom n'est pas en soi toujours un *bien*, ni la crise toujours un *mal*. C'est plutôt le contraire. Lorsqu'il est provoqué par l'abondance de trop d'argent trop bon marché, le boom est un phénomène agréable à court terme, mais en réalité annonciateur de malheurs à plus ou moins longue échéance. En rompant la logique de coordination industrielle par les prix relatifs, il conduit un grand nombre d'entrepreneurs et d'innovateurs à gaspiller un volume croissant de ressources dans la réalisation de décisions dont il apparaîtra plus tard qu'elles étaient en réalité fondées sur des anticipations erronées. La récession est, au contraire, une phase de nettoyage. Douleuruse dans l'immédiat, elle annonce le retour à une structure de production et de coordination des activités mieux adaptée à la structure réelle des préférences temporelles des agents économiques. Elle est la phase-clé au cours de laquelle les structures industrielles se reconstruisent de manière à éliminer les investissements et double-emplois inutiles, et ainsi créer la possibilité d'un retour à un véritable plein emploi des ressources²⁹.

- 3° *Le mouvement des taux d'intérêt joue un rôle central dans le déroulement de la dynamique cyclique.* De deux façons.

²⁹ Il faut souligner que dans beaucoup de pays et particulièrement en France, la phase de la crise n'est jamais complète dans ses effets, car les adaptations de la structure de production et les ajustements de prix sont contraints.

C'est, d'une part, le divorce entre les taux d'intérêt observés dans l'économie et le taux naturel qui déclenche l'enchaînement oscillatoire qui conduit à la crise. C'est, d'autre part, l'inversion de la courbe des taux qui provoque le basculement du boom à la récession, puis, de manière inversée, la sortie de la crise. La baisse profonde des taux courts ne suffit pas à garantir la reprise, mais elle en est le point de passage obligé. Plus les autorités monétaires s'attardent à maintenir des taux d'intérêt réels élevés, plus elles prennent le risque de transformer en véritable dépression ce qui pouvait ne pas dépasser le cadre d'une crise, certes désagréable, mais d'ampleur limitée.

Ce schéma d'explication des cycles a été développé dans les années trente, par les économistes de l'école de Vienne, pour expliquer la Grande Crise³⁰. Contrairement à ce que l'on pourrait croire, il n'a en rien vieilli — même si les pratiques keynésiennes de l'après-guerre ont en quelque sorte eu pour effet de le mettre temporairement «*en veilleuse*». Le keynésianisme n'a pas fait disparaître ces processus cycliques. Il a seulement eu pour effet de les occulter temporairement, en noyant dans l'inflation de crédit chaque retournement, et en raccourcissant ainsi les phases de réajustement conjoncturel. Mais cette pratique ne pouvait continuer indéfiniment dans la mesure où cela aboutissait à empiler les désajustements structurels sans jamais laisser au cycle le temps de les résorber. La limite de cette politique de Gribouille a été atteinte lorsque se sont généralisées, dans les années soixante-dix, les situations de stagflation. La crise récente à laquelle nous avons assisté est une conséquence des politiques monétaires de désinflation des années quatre-vingts, qui ont fait réapparaître au grand jour les mêmes situations de stagflation.

³⁰ Notamment Friedrich Hayek lors d'une série de conférences à la London School of Economics.

La crise qui vient de s'achever est le symptôme du retour à un phénomène assez proche des cycles économiques classiques. Il s'agit d'une récession en partie commandée par des mécanismes endogènes au déroulement du cycle économique. Ce cycle est le produit d'une subtile dialectique faisant intervenir, d'une part, l'évolution relative des taux d'intérêt, et d'autre part, l'effet des mouvements de taux sur la structure de production. Il est intrinsèquement lié à la présence d'un régime de monnaie fiduciaire régulé par un cartel de banques sous le contrôle de la puissance publique. C'est donc un mouvement qui affecte inévitablement toutes les économies modernes dont on a pu briser les enchaînements pendant un certain temps, par la drogue de l'*inflation*.