

## ANALYSES

Le débat sur la crise financière PAR GUIDO HÜLSMANN (\*)

# L'aléa moral met en cause notre système monétaire

Les intermédiaires financiers seraient responsables de la crise actuelle, en raison de leur comportement irrationnel. Mais c'est oublier de s'interroger sur le bien-fondé des actions des banques centrales et de l'État.

La majorité des explications de la crise actuelle renvoient au phénomène d'« aléa moral » ou de comportement irresponsable des intermédiaires financiers. Ces derniers bénéficient du fait que les conséquences négatives de leur comportement sont largement « socialisées » — elles retombent sur d'autres citoyens —, tandis qu'ils peuvent garder les profits pour eux-mêmes si tout marche bien. Aussi ont-ils augmenté leur taux d'endettement pour profiter d'un effet de levier, tout en fragilisant les marchés financiers dans leur ensemble ; et choisi des placements excessivement risqués par rapport aux gains espérés. Mais comment est-ce possible d'échapper ainsi à la responsabilité ? Et comment peut-on socialiser ses coûts tout en privatisant ses gains ? Pour répondre à cette question, deux approches tiennent le pavé.

Selon une théorie devenue à la mode dans les années 1960, l'aléa moral sur les marchés financiers résulte essentiellement d'une asymétrie d'information entre les intermédiaires (banques et entreprises d'investissement) et leurs clients (entreprises industrielles et ménages). Ces derniers sont relativement mal informés sur les rendements et les risques des différents produits financiers. Les intermédiaires exploitent cette ignorance en vendant sur un pied d'égalité de bons produits, qui se distinguent par une saine proportion entre risques et gains, et de mauvais produits. Lorsque l'affaire tourne mal, les pertes tombent toujours sur les malheureux clients. Il existe alors une incitation perverse pour les intermédiaires de répéter ce jeu encore et encore — d'où la fragilité des marchés financiers, qui se manifeste régulièrement dans des crises.

Au premier abord, cette théorie semble être plausible. Des asymétries d'information existent sans doute sur les marchés financiers — tout comme elles existent d'ailleurs sur d'autres marchés où se vendent des pro-



duits relativement complexes tels que les voitures, les ordinateurs ou les appareils photo. Cependant, la portée de ce raisonnement est assez limitée.

**Financer l'État.** Comme chaque utilisateur de voitures, d'ordinateurs et d'appareils photo le sait par sa propre expérience, les asymétries d'information en tant que telles n'entraînent pas forcément un comportement irresponsable de la part des vendeurs. De même, il est naïf de croire que les clients se laisseraient piéger par des vendeurs qui ont abusé de leurs avantages informationnels dans le passé. Selon une

théorie alternative, l'aléa moral sur les marchés financiers est une conséquence de l'interventionnisme monétaire. Cette théorie insiste sur le fait que le législateur a depuis longtemps promu des pratiques bancaires expansives afin de faciliter le financement de l'État. Parmi ces pratiques, il faut compter en premier lieu la création monétaire par les banques commerciales et le papier-monnaie produit par les banques centrales. Or ce sont ces pratiques qui ont provoqué des comportements irresponsables et qui ont fragilisé ainsi les marchés financiers.

Ceci est particulièrement flagrant dans le cas du papier-monnaie. En effet, les intermédiaires financiers et leurs clients savent que les banques centrales ont la mission de stabiliser les marchés par des crédits bon marché financés ; et qu'elles ont la possibilité d'octroyer des crédits supplémentaires sans limitations techniques ou économiques, car el-

les peuvent simplement produire toute somme désirée par la planche à billets ou par la création de « liquidités » électroniques. Les banques centrales ont donc le pouvoir de socialiser les coûts des mauvais placements. Il en résulte un aléa moral de la part des bénéficiaires.

**Au détriment des citoyens.** Précisons que cette socialisation des coûts ne se fait pas aux frais des clients des intermédiaires financiers, mais au détriment des citoyens dans leur ensemble. En effet, l'expansion monétaire entraîne une perte du pouvoir d'achat de la monnaie — les actions de sauvetage du secteur financier font monter les prix au-delà du niveau qu'ils auraient autrement atteint (on en fait à nouveau l'expérience de nos jours). Tous les utilisateurs de monnaie paient de ce fait des subventions aux marchés financiers. Voilà pourquoi l'aléa moral des intermédiaires n'est pas freiné par la vigilance de leurs clients. Ces derniers se comportent eux aussi de manière irresponsable, en raison des incitations données par le système du papier-monnaie.

Soulignons encore qu'il n'est pas question ici de fautes professionnelles de la part des banques centrales. Ces dernières sont des maillons dans une dynamique qui échappe très largement à leur contrôle. Pour en finir avec l'aléa moral sur les marchés financiers, et avec les crises qui en résultent, il faut repenser le système monétaire, en commençant par le rôle de l'État. ■

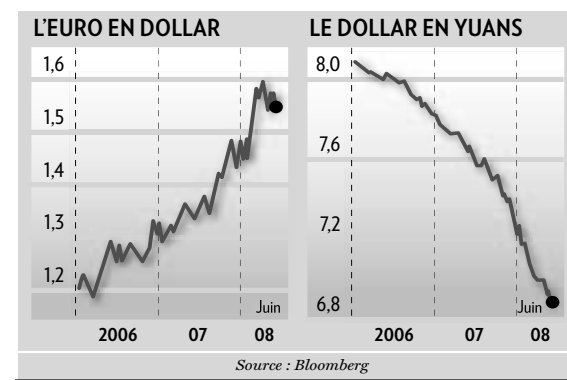
(\*) Professeur à l'Université d'Angers, membre associé du Mises Institute. Derniers ouvrages parus « *Die Ethik der Geldproduktion* » (Ed. Manuscriptum, Leipzig, 2007) et « *Mises : The Last Knight of Liberalism* » (Ed. Mises Institute, Auburn, 2007).

## TOUS LES UTILISATEURS DE MONNAIE PAIENT DES SUBVENTIONS AUX MARCHÉS FINANCIERS.

## LES ACTIONS DE SAUVETAGE DU SECTEUR FINANCIER FONT MONTER LES PRIX AU-DELÀ DU NIVEAU QU'ILS AURAIENT AUTREMENT ATTEINT.

La chronique du « Contrarian » PAR MARC FIORENTINO (\*)

## Consensus sur le dollar



Il faut remonter au 22 septembre 1985 pour retrouver un tel consensus sur le dollar. À l'époque, les principales puissances économiques signaient les accords de Plaza pour lutter contre la surévaluation du dollar. Aujourd'hui, plus une voix discordante dans un concert unanime d'appels à la hausse du dollar. Les Européens s'époumonaient seuls depuis des années face à un euro asphyxiant de puissance. Sans résultat. Les Américains, eux, ont finalement compris que la baisse du dollar ne les avantagerait plus. Et, cette semaine, les Chinois ont apporté leur voix. Sommés depuis des années de réévaluer leur monnaie, ils ont tout simplement dit au secrétaire d'État Henry Paulson de cesser de faire la leçon aux autres et de commencer par faire le ménage dans son propre pays. Il est vrai que les Chinois ont fait un effort et que le yuan s'est déjà apprécié de 20 %. En trois ans. À l'origine de ce consensus sur le dollar, la

hausse des matières premières et ses effets désastreux sur l'inflation. Le tapage sur le pouvoir d'achat ayant fini par lasser, c'est l'inflation qui est devenue le thème à la mode. On dit tout et surtout n'importe quoi sur l'inflation. La menace est réelle. La réalité est toutefois loin des fantasmes agités par certains stratèges et économistes en mal de sensation. L'inflation est certes au plus haut depuis vingt ans, mais elle est encore largement en dessous des 4 %, alors qu'elle voguait au-dessus des 13 % au début des années 1980. Nous sommes au cœur d'un choc pétrolier et alimentaire, pas d'un choc inflationniste. Un choc lié en partie à un déséquilibre entre l'offre et la demande mais aussi à une spéculation frénétique. Et la chaîne de la spéculation passe par le dollar. Si le dollar se réévaluait de 5 % à 10 %, le pétrole pourrait mécaniquement baisser en dessous des 100 dollars. Tous les pays l'ont compris. Mais comment réévaluer la devise américaine qui, elle, n'est pas contrôlée comme le yuan ? Il faut que la banque centrale américaine stoppe sa baisse des taux, que la BCE n'entre pas dans un cycle de hausse des taux après la hausse probable de juillet, que les déclarations se multiplient et qu'elles se fassent de plus en plus menaçantes et que, enfin, les banques centrales se décident à intervenir directement sur le marché des changes en achetant du dollar de façon concertée. La solution à la crise est à portée de main. ■

(\*) Président d'Euroland Finance.

### Retrouvez nos chroniques

**Lundi** : « La volatilité », par Laurent Roussel (Exane Derivatives)

**Mardi** : « Les taux », par Maurice de Boissésion (Octo Finances)

**Mercredi** : « Pris sur le vif », par Robert Jules (La Tribune)

**Judi** : « Le consensus », par Jean-Luc Buchalet (Pythagore)

**Vendredi** : « Le « Contrarian » », par Marc Fiorentino (Euroland Finance)