



## Bulletin de la Sabix

Société des amis de la Bibliothèque et de l'Histoire de  
l'École polytechnique

66 | 2020

Maurice Allais (1911-2010, X1931)

---

# Maurice Allais et la dynamique des crises

Jean-Jacques Durand

---



### Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/sabix/2821>

DOI : [10.4000/sabix.2821](https://doi.org/10.4000/sabix.2821)

ISSN : 2114-2130

### Éditeur

Société des amis de la bibliothèque et de l'histoire de l'École polytechnique (SABIX)

### Édition imprimée

Date de publication : 1 octobre 2020

Pagination : 135-144

ISSN : 0989-30-59

### Référence électronique

Jean-Jacques Durand, « Maurice Allais et la dynamique des crises », *Bulletin de la Sabix* [En ligne], 66 | 2020, mis en ligne le 22 janvier 2021, consulté le 29 avril 2021. URL : <http://journals.openedition.org/sabix/2821> ; DOI : <https://doi.org/10.4000/sabix.2821>

---

© SABIX

# Maurice Allais et la dynamique des crises

*Jean-Jacques Durand\**

---

La préoccupation majeure qui a constitué le fil directeur de la pensée et des travaux de Maurice Allais a été de définir les conditions d'un fonctionnement efficace d'une économie de marché. Cela l'a amené à réfléchir sur les questions monétaires et sur les obstacles, d'origine monétaire et financière, à ce bon fonctionnement :

« ... les aspects les plus importants d'une économie de marchés, qu'on la considère du point de vue de l'efficacité économique, de la répartition des revenus, ou de la sécurité de l'emploi et des ressources, ce sont indiscutablement au regard des données de l'observation, ses aspects monétaires <sup>1</sup> ».

Son analyse s'intègre dans une théorie générale de la dynamique monétaire où l'évolution de la quantité de monnaie et le comportement des agents face à sa détention (ce que l'on appelle l'encaisse désirée ou la demande de monnaie) constituent à court terme les éléments clés de l'évolution de la

conjoncture (mesurée par la dépense globale que l'on peut assimiler au revenu global de l'économie). En d'autres termes, l'évolution de la quantité de monnaie a une influence majeure sur l'évolution de l'économie à la fois en terme nominal (les prix) et en terme réel (la production).

Or cette création de monnaie provient pour l'essentiel du système bancaire : Maurice Allais n'a cessé de montrer en quoi le système du crédit, ou plutôt son organisation, constitue le principal élément de dysfonctionnement des économies de marché à l'origine de toutes les crises bancaires, financières et réelles depuis le XVIII<sup>e</sup> siècle. Dans la tradition d'Irving Fisher, il présente une analyse pénétrante du mécanisme du crédit et de son évolution, résultat d'un long processus historique largement contingent qui s'est accompagné de crises récurrentes. Apparues à l'origine pour assurer la garde des espèces métalliques et assurer les paiements pour le compte de leurs clients, les banques ont vite constaté qu'elles pouvaient prêter une grande partie des sommes déposées à vue par leurs clients (dans le plus grand secret) et créer ainsi de la

---

\* Professeur émérite, Université de Rennes 1.

1. Les conditions monétaires d'une économie de marchés. De la réflexion sur le passé à la préparation de l'avenir, Centre d'analyse économique, mai 1987. Une version condensée a été publiée sous le même titre dans la Revue d'économie politique, vol. 103 n° 3, mai-juin 1993. Maurice Allais met un s à économie de marché et s'en explique (note 1, 1993, p. 323). [Ndlr : dans les notes suivantes, les références aux livres de Maurice Allais correspondent à ces deux ouvrages].

monnaie à l'occasion de leurs prêts, agissant comme autant d'hôtels des monnaies privés. Les techniques bancaires ont ensuite beaucoup évolué, les banques ne prêtant plus avec des espèces dont elles avaient la garde (et qui ne leur appartenaient pas), mais en inscrivant un compte créditeur au bénéfice de l'emprunteur, donc par un simple jeu d'écriture décuplant ainsi leur pouvoir de création monétaire. Une création monétaire « *ex nihilo* » dépendant du volume des crédits accordés, ce sont « les miracles du crédit ». À l'inverse, si le volume des crédits nouveaux accordés devient inférieur au volume des crédits remboursés, les banques détruisent de la monnaie. Au-delà du financement des crédits par la création de nouveaux dépôts à vue, les banques ont ensuite ajouté une autre technique : emprunter à court terme (en collectant des dépôts à terme rémunérés) pour prêter à plus long terme.

Le résultat de cette évolution est un système potentiellement très instable :

– les banques, du fait de cette différence d'échéance entre leur passif et leur actif, peuvent se retrouver dans l'incapacité de faire face à leurs engagements. En ce qui concerne les dépôts à vue, elles ne gardent en réserve qu'une infime partie de ceux-ci, ce que l'on appelle la couverture fractionnaire des dépôts : si tous les déposants demandent le remboursement de ceux-ci en billets, autrement dit en cas de « *rush bancaire* », elles ne peuvent faire face et ceci explique les nombreuses faillites bancaires au cours de l'histoire quand il n'y avait pas de banque centrale pour leur fournir ces liquidités. C'est là un des grands mystères du crédit : une grande partie des dépôts à vue ne provient plus du dépôt d'espèces mais du crédit ! En ce qui concerne les dépôts à terme, ayant prêté ces sommes à une échéance plus longue, elles risquent de ne pas trouver de nouveaux prêteurs (au moins aux conditions antérieures) pour rembourser les premiers, ce qui les expose à un risque de liquidité pouvant aller jusqu'à la faillite ;

– l'évolution de la masse monétaire, qui dépend de celle des crédits, est par nature très instable puisqu'elle dépend de l'encours de crédits, qui est la différence entre les nouveaux crédits octroyés et les anciens crédits remboursés : en période d'expansion, les encours de crédits augmentent comme la masse monétaire ; en période de récession, les encours de crédits diminuent comme la masse monétaire. Ceci contribue à amplifier considérablement les fluctuations conjoncturelles.

Cette analyse a permis à Maurice Allais de donner une lecture particulièrement pénétrante tant de la grande dépression de 1929 que des crises plus récentes comme celle de 1987 ou encore de la crise asiatique de 1997. La crise des « *subprimes* » à partir de 2008, qu'il n'a malheureusement pas eu le temps d'analyser dans ses prolongements et sa durée, prend également un éclairage particulier au regard de ses travaux.

## **I. La dynamique monétaire, le crédit, la spéculation et les crises**

Pour Maurice Allais, les crises bancaires et financières qui se sont succédé depuis le XVIII<sup>e</sup> siècle ont toutes un point commun : une spéculation financée à crédit et dont les limites, crise après crise, sont toujours repoussées plus loin, ce qui rend pour lui indispensable une réforme profonde de son organisation qui s'inscrit dans une vision globale de la dynamique monétaire.

### *La dynamique monétaire et les crises*

Maurice Allais a élaboré une théorie de la dynamique monétaire basée pour l'essentiel sur l'écart pouvant exister entre l'offre de monnaie et la demande de monnaie. L'offre de monnaie, c'est-à-dire la quantité de monnaie détenue par les agents économiques, comme on l'a vu, dépend dans le système actuel du crédit du comportement des

banques commerciales et de l'évolution des crédits, très sensible à la conjoncture. Face à l'offre de monnaie, Maurice Allais établit un modèle de demande de monnaie, laquelle représente la part de leur actif que les agents désirent détenir sous forme de monnaie. Cette demande de monnaie dépend de la psychologie collective des agents, formalisée dans une fonction complexe qui dépend des taux de l'expansion économique nominale passée. Lorsque la conjoncture s'accélère, la demande de monnaie se réduit. À l'extrême, dans les périodes d'hyperinflation, les agents sont pressés de dépenser, de se « débarrasser » de leurs encaisses monétaires face à une offre de monnaie trop importante. C'est l'inverse dans les périodes de récession où les agents désirent détenir davantage de monnaie alors que l'offre de monnaie se réduit. Le système est donc intrinsèquement instable et le système du crédit en est responsable.

### *L'amplification des crises par le crédit et la spéculation*

En quoi le crédit dénature-t-il la spéculation ? Celle-ci n'est pas en cause dans son principe car il s'agit d'un arbitrage entre le présent et l'avenir, utile dans une économie de marché. Mais spéculer à crédit revient « à acheter sans payer et à vendre sans détenir ». Si par exemple des agents croient à la hausse des cours boursiers et financent leurs achats non pas avec leur épargne mais en recourant au crédit, un processus cumulatif se déclenche, la hausse des cours qui en résulte viendra justifier les prévisions initiales et incitera de nouveau à l'endettement pour acheter encore plus : la hausse appelle la hausse, l'endettement appelle l'endettement. Dans ces conditions, ce qu'il est convenu d'appeler une bulle se développe, les cours montent et deviennent de plus en plus déconnectés de la sphère réelle. Sous l'effet anesthésiant du crédit, il n'y a plus d'obstacles à la hausse,

mais un tel processus ne saurait durer indéfiniment. Maurice Allais aimait citer ce proverbe chinois : « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel ». Il arrive un moment où les opérateurs les plus lucides commenceront à vendre. L'arrêt de la hausse appelle inexorablement la baisse car les spéculateurs doivent faire face aux remboursements des crédits<sup>2</sup>. Comme pour la hausse, la baisse obéit à un processus également cumulatif et s'entretient d'elle-même : il s'agit de vendre au plus vite avant que les cours ne baissent davantage, ce qui accélère la baisse. Arrive alors un moment où le produit de la vente ne couvre plus le montant des crédits à rembourser. Pour essayer de tenir leurs engagements, les emprunteurs n'auront d'autre choix que de liquider tout ou partie de leurs autres actifs, d'où une baisse généralisée du prix des actifs financiers et ensuite de certains actifs réels. Mais ce processus infernal ne s'arrête pas là. La baisse du prix des actifs entraîne une perte de confiance qui affecte l'investissement des entreprises comme la consommation des ménages, effet richesse très classique. Les banques qui ont des actifs dans leur portefeuille se trouvent en difficulté, sont sous la pression des déposants tentés de retirer leurs dépôts à vue, et vont restreindre leurs crédits à mesure que leurs emprunteurs font défaut, ce qui les met en grande difficulté, pouvant acculer certaines à la faillite. À cette baisse de l'offre de crédits, s'ajoute une baisse de la demande de crédits, tant des entreprises qui ne présentent plus les mêmes garanties de remboursement, que des particuliers. L'effondrement du crédit bancaire se traduit par une diminution de la masse monétaire et c'est par ce mécanisme qu'une crise financière puis bancaire devient une crise réelle qui affecte la production et le chômage. Récession, puis dépression et baisse des prix. La déflation rend le désendettement impossible : plus les prix baissent, plus les emprunteurs sont endettés en valeur réelle. L'incertitude crois-

---

2. La baisse se trouve amplifiée par les techniques de vente à découvert : non seulement ceux qui ont acheté des actions et qui doivent rembourser leurs crédits vendent, mais d'autres empruntent pour vendre à découvert des titres qu'ils ne possèdent pas et qu'ils doivent livrer plus tard. En spéculant sur la baisse future des cours, ils ne font qu'accroître la baisse !

sante entraînera parallèlement une augmentation des encaisses désirées et une baisse de la demande de biens réels, alimentant la chute de la dépense globale et du revenu global.

Là encore, Maurice Allais s'inscrit dans la tradition d'Irving Fisher et complète de façon décisive l'étude des crises. Tel est pour lui le scénario immuable de toutes les crises, notamment des plus profondes, celles de 1873-1879, de 1929-1934, du krach de 1987 ou encore de la crise asiatique de 1997. Ce ne sont pas les spéculateurs qui sont responsables, mais la structure du système du crédit qui, en finançant la spéculation, porte celle-ci à des niveaux qui ne peuvent conduire qu'à une explosion: sans une telle création de monnaie, si les spéculateurs devaient financer leurs achats par leur épargne, jamais les marchés ne pourraient connaître de tels dérèglements et les fluctuations conjoncturelles auraient été considérablement atténuées.

« On voit ainsi que la spéculation est comme la langue d'Ésope. Elle est à la fois la meilleure et la pire des choses, et si elle ne devient que trop souvent la pire des choses, ce ne sont pas les spéculateurs qui en sont responsables puisqu'ils ne font qu'utiliser les possibilités qui leur sont offertes, mais le cadre institutionnel du crédit tel qu'il fonctionne <sup>3</sup> ».

Maurice Allais n'a cessé de dénoncer ce qu'il appelait la montée des périls à partir de 1972 sous l'influence déstabilisatrice du mécanisme du crédit, sous des formes certes en partie nouvelles mais relevant fondamentalement de l'analyse esquissée ci-dessus. Il n'a cessé de mettre en garde, insistant sur les similitudes entre la période récente et celle des années 1920 ainsi que sur les facteurs aggravants que l'on peut trouver aujourd'hui :

- › la montée inexorable des dettes tant privées que publiques avec un endettement à long terme financé par des ressources à court terme;
- › l'instabilité des taux de change flottants résultant de la spéculation sur les monnaies, elle-même financée par le crédit et l'endettement;
- › une spéculation sur les marchés financiers à plus grande échelle avec le développement gigantesque du marché des indices et des produits dérivés qui a donné naissance à une finance virtuelle déconnectée des besoins de financement de l'économie réelle et ne finançant qu'elle-même;
- › une spéculation sur les matières premières elle aussi déconnectée du monde et des besoins réels. Faut-il rappeler qu'aujourd'hui, 90 % des transactions sur le marché pétrolier n'ont pas de contrepartie réelle, c'est à dire la livraison de pétrole, mais uniquement une contrepartie financière !

Tout se passe comme si :

« le monde était devenu un vaste casino où les tables de jeux sont réparties sur toutes les longitudes et les latitudes. Le jeu et les enchères, auxquelles participent des millions de joueurs, ne s'arrêtent jamais. Aux cotations américaines se succèdent les cotations à Tokyo et à Hong Kong, puis à Londres, Francfort et Paris. Partout la spéculation est favorisée par le crédit puisque qu'on peut acheter sans payer et vendre sans détenir. A New York des programmes d'achat et de vente sont automatiquement déclenchés par des programmes sur ordinateurs, dont certains fondés sur certaines régularités décelées sur les graphiques représentatifs des cours et extrapolées. Comme tous les spéculateurs, et les « chartistes » qu'ils consultent, appliquent les mêmes règles, les hausses et les baisses de chaque jour viennent justifier les prévisions communes faites la veille. Par un tel mécanisme la

---

3. M. Allais, 1987, p. 23.

hausse suscite la hausse et la baisse suscite la baisse. Ce processus de psychologie collective réellement frénétique ne peut connaître d'autres limites que les limites de l'absurde... Partout cette spéculation, frénétique et fébrile, est permise, alimentée, et amplifiée par le crédit. Jamais dans le passé elle n'avait atteint une telle ampleur. <sup>4</sup> »

Ces propos de 1987 restent d'une actualité brûlante et n'ont pas pris une ride.

### *La nécessaire réforme monétaire*

Dans le modèle de dynamique monétaire de Maurice Allais, la condition pour que la stabilité monétaire soit assurée est que l'offre de monnaie soit discrétionnairement ajustable au niveau de la demande de monnaie. Dans la tradition de l'École de Chicago (Herbert Simons, Irving Fisher, Milton Friedman), Maurice Allais n'a par conséquent jamais cessé de défendre une réforme profonde du système du crédit, connue sous le terme de « 100 % money », visant à rendre à la banque centrale le droit d'émettre de la monnaie et donc à empêcher les banques commerciales de créer ou de détruire de la monnaie lors des opérations de prêts. À cette fin, les banques devraient être séparées en deux types :

- ▶ les banques de dépôts assurant la garde de ceux-ci et les paiements, ces dépôts uniquement à vue étant couverts à 100 % par des réserves déposées à la banque centrale, de façon à éviter toute création monétaire décentralisée ;
- ▶ les banques de prêts, agissant en tant qu'intermédiaires financiers, collectant des ressources d'épargne (sous la forme de dépôts à terme ou assimilés, ou de titres émis par ces banques de prêts), avec l'obligation de financer un prêt d'un terme donné à par-

tir de ressources d'un terme au moins aussi long. Cette mesure est essentielle pour garantir la stabilité bancaire, éviter les crises de liquidité et dissocier ce qui relève de la monnaie et ce qui relève de l'épargne.

Avec une telle organisation, les banques « commerciales » ne pourraient plus créer de la monnaie, la création monétaire relevant de l'État et de l'État seul à travers la banque centrale qui aurait ainsi une maîtrise totale de la création monétaire. Ainsi pourrait-on éviter les fluctuations profondément déstabilisantes de la masse monétaire et amoindrir l'amplitude des fluctuations conjoncturelles, tout en supprimant les crises dues à l'abus actuel du système du crédit. La collectivité bénéficiant de la création monétaire décidée par l'État et la banque centrale, cette réforme s'accompagnerait d'une réforme fiscale, le monopole des gains de la création monétaire permettant de supprimer l'impôt sur le revenu<sup>5</sup>.

Ainsi seraient réunies les conditions d'un fonctionnement efficace d'une économie de marché.

Si la réforme du système du crédit avait suscité des débats au sein de l'École de Chicago dans les années 1930, les propositions de Maurice Allais renouvelant et complétant ces propositions n'ont reçu que peu d'écho, l'auteur lui-même relevant à l'égard du crédit la force des préjugés basés sur l'incompréhension de ce système donnant lieu à des vérités établies, ce que Milton Friedman appelait « la tyrannie du *statu quo* ». Toutefois, à la suite des dérives grandissantes, tant de la sphère financière que bancaire, mises en avant par la crise qui a débuté en 2008, un regain d'intérêt se manifeste aujourd'hui en faveur d'une réforme du crédit<sup>6</sup>. La question est encore plus complexe aujourd'hui : les structures bancaires et financières se sont considérablement modifiées depuis le début des années

4. M. Allais, 1987, p. 60-61.

5. M. Allais, « *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire* », Paris, Hermann, seconde édition 1988.

6. Voir par exemple B. Munier et C. Gomez, « Pour une révision monétaire radicale », *Les Echos*, 09/04/2020.

2000 ; l'interconnexion entre les banques, les marchés financiers et l'explosion de la finance « virtuelle » déjà condamnée à ses débuts par Maurice Allais<sup>7</sup> nécessitent une réforme drastique des techniques financières en parallèle avec la réforme du crédit qui, seule, ne saurait éviter les dysfonctionnements futurs. La crise de 2008 examinée au travers de la grille de lecture de Maurice Allais prend alors toute sa dimension.

## II. La crise des années 2000 et le crédit

La crise qui démarre en 2007-2008 avec ce qu'il est convenu d'appeler la « crise des *subprimes* » et dont les effets sont toujours présents aujourd'hui est-elle d'une nature différente des crises précédentes ? Certes, chaque crise comporte des éléments spécifiques car les structures monétaires et financières évoluent au cours du temps. Mais il existe une grande régularité : dans son essence même, cette crise repose sur les mêmes mécanismes que les crises précédentes, même s'il faut plutôt considérer qu'il y a eu deux crises : tout d'abord une crise bancaire, financière et réelle, puis une crise de la dette publique en Europe. Les deux sont reliées, se renforcent l'une l'autre. La première, classique conduit à une baisse considérable de l'activité économique qui génère, par l'ampleur des déficits budgétaires induits, une montée des dettes publiques dont certaines ne deviennent plus soutenables. Ces deux crises sont le produit de la montée des périls décrits dès 1983 par Maurice Allais : une spéculation déstabilisante et une progression inexorable de l'endettement généralisé qui fait que le monde vit aujourd'hui sur une pyramide de dettes jamais atteinte dans le passé. Élément nouveau, l'action des banques centrales qui ont évité un effondrement bancaire, mais à quel prix ?

### *La crise des « subprimes », un grand classique*

La crise qui a débuté en 2007-2008 témoigne de l'abus du crédit à l'état pur. Jamais le système bancaire n'avait atteint de telles limites en abandonnant toute notion de risque. L'imagination des banquiers est sans limite. Certaines banques américaines ont décidé d'accorder des prêts hypothécaires permettant d'acquérir un bien immobilier à des ménages américains non solvables. Quelle était la logique de ce système ? En gonflant artificiellement la demande, on favorise une envolée artificielle du prix de l'immobilier censée rendre solvables des emprunteurs initialement insolvables. L'euphorie provoquée justifie ainsi le système tant que les prix montent. On retrouve ici le schéma classique exposé plus haut. Mais là encore, « les arbres ne montent pas jusqu'au ciel » : lorsque les prix deviennent déconnectés de leur valeur d'équilibre, la bulle éclate, les emprunteurs à qui ces banques avaient proposé de nouveaux prêts gagés sur la hausse du prix des actifs immobiliers pour payer les intérêts des prêts initiaux, ne peuvent plus payer. Les biens immobiliers sont vendus, ce qui accélère la baisse. Au fur et à mesure de celle-ci, les ménages américains se retrouvent sans maison et endettés à vie, les prêteurs en faillite. Jusqu'à présent, le scénario est très classique et cette crise n'aurait jamais dû dépasser le périmètre des banques et organismes financiers américains à l'origine de ces prêts.

Mais on a poussé les abus du crédit à un niveau encore inégalé grâce au recours massif à la titrisation. Cette technique n'était pas nouvelle, elle est apparue au début des années 1970 aux États-Unis et consiste à transformer des prêts bancaires à long terme par nature illiquides en titres négociables sur le marché. La banque à l'origine des prêts cède ceux-ci

---

7. Parallèlement à la réforme du crédit, Maurice Allais a proposé en 1993 une réforme des marchés boursiers visant à supprimer la cotation continue, les programmes automatiques d'achat et de vente et la spéculation sur les indices. L'évolution des techniques financières depuis rendrait nécessaire une réforme d'une plus grande ampleur encore (1993, p. 345-346).

à un organisme financier qui finance cette acquisition en émettant des titres sur le marché, donc en s'endettant. Les investisseurs qui achètent ensuite ces titres perçoivent en contrepartie les revenus issus des prêts. En elle-même, cette technique peut être utile en fluidifiant le marché, à la condition que les crédits titrisés soient remboursés. Mais tel ne pouvait pas être le cas avec ces crédits « *subprimes* ». Revendant ainsi ces prêts, les banques américaines ont pu en distribuer d'autres à des ménages de plus en plus insolubles et nourrir ainsi la bulle immobilière. Les revenus élevés associés à ces opérations ont suscité de par le monde une véritable frénésie d'achat, banques, organismes de placement, fonds de pension s'arrachant ces nouveaux actifs dont les prix s'envolaient<sup>8</sup>. Une gigantesque pyramide de dettes s'est élevée, les investisseurs recherchant une rentabilité à court terme totalement déconnectée de la croissance réelle des économies.

L'éclatement de la bulle immobilière, l'effondrement des prix de ces actifs immobiliers, ne pouvait que déclencher un effondrement des cours de ces nouveaux actifs. De nouveau, le mécanisme est classique, entraînant cette fois des faillites retentissantes et mettant le système bancaire et financier international à genoux. L'interconnexion des différents acteurs endettés les uns vis-à-vis des autres a rendu cette crise encore plus violente : là encore, face à l'effondrement des cours, ces acteurs n'ont eu d'autre choix que de brader les autres actifs en leur possession, actions, actifs réels ou reposant sur des matières premières, comme le pétrole dont le prix s'effondre. L'offre de crédits bancaires, qui diminue comme la demande, provoque une diminution de la masse monétaire, des prix et

de la production et plonge l'économie mondiale dans la pire dépression depuis 1929.

L'instabilité potentielle dénoncée par Maurice Allais n'est plus potentielle mais bien réelle. Ce qui devait arriver est arrivé.

### *Les banques centrales, pompiers pyromanes ?*

Comme le remarquait déjà Maurice Allais lors de la crise de 1987<sup>9</sup>, à partir de 2008 les banques centrales ne sont pas restées inactives, au contraire de 1929 : elles ont sauvé le système bancaire de la faillite généralisée en fournissant à ce dernier les liquidités empêchant son éclatement. Elles ont fait office de pompier. D'abord par des moyens dits conventionnels en achetant sans limitation des titres aux banques sur le marché monétaire, abaissant les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro. Le but était de sauver le système bancaire, mais aussi de lutter contre la déflation. En dépit de ces politiques accommodantes, si le système bancaire était sauvé, l'inflation est restée en-dessous de son objectif de 2 % et la croissance de la production est restée très faible. Avec des taux d'intervention à zéro, les banques centrales n'avaient plus de moyen d'action. C'est ce qui explique le recours aux politiques non conventionnelles : achat d'obligations publiques aux banques et sur le marché ainsi que des obligations privées (« *quantitative easing* »), refinancement de crédits à long terme auprès des banques (« *credit easing* »). Jamais les banques centrales n'avaient créé autant de monnaie, jamais les réserves bancaires n'avaient été aussi importantes. Cette politique s'est encore accélérée en Europe après la crise de la dette de 2010 : devant le risque de défaut de certains pays de la zone euro, plus aucun frein n'a été mis au

---

8. Au départ, ces crédits immobiliers étaient mélangés avec des actifs non risqués, mais la part des « *subprimes* » dans la titrisation n'a fait qu'augmenter au fur et à mesure que ces nouveaux actifs étaient à leur tour titrisés, de sorte que plus personne ne savait quelle en était la contrepartie réelle. Même les agences de notation s'y sont laissés prendre et ont accordé du triple A à ces actifs ! Ironie du sort, les banques et officines financières américaines qui s'étaient débarrassées des « *subprimes* » en ont racheté une partie sans le savoir en spéculant sur ces nouveaux titres. Jamais le monde bancaire et financier n'avait encore perdu à ce point le sens du risque !

9. 1987, p. 68.

rachat des dettes publiques, inondant le marché de liquidité. Le monde vivait avant la crise sur une pyramide de dettes, celle-ci atteint désormais des sommets.

Force est de reconnaître que les banques centrales ont bien joué leur rôle de pompier. Mais n'ont-elles pas en réalité joué le rôle de pompier pyromane ? À la fin des années 1990, grâce aux politiques monétaires restrictives menées auparavant avec le contrôle de la création monétaire, l'inflation est jugulée. Les banques centrales changent alors leur mode opératoire : elles abandonnent la surveillance des agrégats de monnaie et de crédit, et contrôlent directement le taux d'inflation en se donnant un objectif proche de 2 % et en faisant varier le taux d'intérêt à court terme utilisé comme instrument dès qu'un écart d'inflation apparaissait. Cette politique d'objectif d'inflation (*inflation targeting*) a été un succès jusqu'à la crise de 2008, le taux d'inflation restant stable autour de l'objectif. Mais en oubliant de surveiller la quantité de monnaie et la progression des crédits, les banques centrales ont contribué, en maintenant des taux d'intérêt trop bas, à créer des excès de liquidité dont elles ne se sont aucunement préoccupées puisqu'aucune pression inflationniste n'apparaissait. Ce n'est pas là le moindre paradoxe de cette période d'avant crise : l'excès de liquidité ne s'est pas traduit comme auparavant par une accélération de l'inflation qui aurait conduit les banques centrales à réagir, car il a été absorbé de deux manières. La première via une augmentation des importations de biens en provenance des pays émergents profitant de coûts de production très faibles et de l'ouverture du commerce international dans le cadre de la mondialisation, phénomène nouveau évitant ainsi des pressions inflationnistes dans les pays importateurs dont les déficits commerciaux ont finalement en partie financé la croissance des émergents et ralenti leur propre croissance. La seconde, quant à elle, n'est pas nouvelle mais a pris

des proportions beaucoup plus importantes que dans le passé : l'excès de liquidité a été absorbé par la sphère financière devenue de plus en plus attractive avec la multiplication de nouveaux produits, de nouveaux acteurs spéculatifs, dans un environnement où la finance est de plus en plus déconnectée de la sphère réelle.

Il ne faut pas alors s'étonner des vagues spéculatives qui se sont succédé depuis le début des années 2000, financées comme toujours par le recours au crédit et à l'endettement : bulle Internet au début des années 2000, bulle immobilière, bulle sur le marché des actions, sur le marché des matières premières... Obnubilées par leur objectif d'inflation, persuadées que la stabilité monétaire (sous la forme du contrôle de l'inflation) devait conduire à la stabilité financière, elles n'ont pas vu que l'excès de liquidité suscité par des taux d'intérêt trop bas était absorbé par les marchés financiers, conduisant à un déchaînement de la spéculation dont elles ne comprenaient pas l'origine. Les banques centrales ont bien allumé le feu qu'elles se sont employées ensuite à éteindre. Les propos de Maurice Allais en 1993 apparaissent aujourd'hui prémonitoires :

« Jusqu'ici un effondrement a pu être évité, mais il devient de plus en plus difficile de faire face à des déséquilibres que personne n'est réellement capable de contrôler et de maîtriser. En fait, il n'existe aucun exemple dans le passé où un développement aussi inconsidéré du crédit et de l'endettement n'ait pas finalement conduit à des difficultés majeures<sup>10</sup>. »

Les dégâts collatéraux sont immenses. La crise de 2008-2009 a laissé des traces : une croissance durablement affaiblie, une inflation très faible largement inférieure à l'objectif, et, conséquence de la chute de l'activité, une montée des dettes publiques à

10. M. Allais, 1993 p. 327.

l'origine de la crise de la dette publique en 2010-2011 en Europe, conduisant la Banque centrale européenne à intensifier la création de monnaie via l'achat de titres publics. Le monde bancaire vivait déjà avec un excès de liquidité finançant non l'économie mais la spéculation. Les banques centrales et en particulier la BCE créent alors de plus en plus de liquidité en jouant le rôle de pompier pour les États surendettés, alimentant ainsi les spéculations futures<sup>11</sup>. Paradoxalement, cette création de monnaie par les banques centrales ne s'est pas traduite par une augmentation rapide de la masse monétaire, qui aurait pu combattre les tendances déflationnistes léguées par la crise. Le paradoxe n'est cependant qu'apparent : encore fragilisées par la crise, les banques sont réticentes à prêter et, face à la défiance économique qui s'est maintenue, les agents, entreprises et ménages sont réticents à emprunter malgré des taux d'intérêt très bas et cherchent plutôt à continuer à se désendetter : c'est le scénario classique des dépressions qu'Irving Fisher en 1933 résumait ainsi, formule que Maurice Allais aimait bien rappeler : « *on peut empêcher un âne qui a soif de boire, il suffit de l'attacher à une corde loin du puits. Mais on ne peut pas obliger un âne qui n'a pas soif à boire...* ».

Par contre l'âne a toujours soif pour spéculer.

Les économies occidentales paient aujourd'hui les erreurs répétées du passé que Maurice Allais n'a jamais cessé de dénoncer.

### III. Perspectives vers les crises futures

Les politiques monétaires mises œuvre depuis 2008, basées sur des injections de plus en plus massives de moyens de paiement et qui aujourd'hui atteignent des niveaux inimaginables encore hier, sont-elles en mesure de répondre aux défis économiques qui se sont accumulés et que la nouvelle crise qui apparaîtra va multiplier<sup>12</sup> ?

Les banques centrales se sont peu à peu, depuis le début des années 2000, laissées enfermer dans une situation inextricable.

Tout d'abord, en favorisant puis amplifiant l'excès de liquidité après la crise de 2008, elles ont permis à la spéculation d'atteindre des niveaux inégalés qui, outre l'effet déstabilisant des crises qui en résulte, entretiennent une pression déflationniste sur l'économie réelle comme l'affirmait Maurice Allais<sup>13</sup> :

« *Quelque considérable que soit en effet la création de monnaie *ex nihilo*, la spéculation à la hausse, en détournant une partie des flux monétaires vers la bourse, finira en effet par compromettre et ralentir les achats et les investissements en biens réels* ».

Ce détournement explique pour une part que ces politiques très expansionnistes ne se soient pas accompagnées d'une croissance durablement plus soutenue et ne soient pas parvenues à faire repartir le crédit, très sensible à la conjoncture, ni à remettre le taux d'inflation au niveau de sa cible.

---

11. La BCE a ainsi évité le défaut de certains États européens et sans doute l'éclatement de la zone euro, mais en provoquant une bulle obligataire qui abaisse considérablement les taux d'intérêt sur les obligations publiques dont certaines, comme en Allemagne ou en France, présentent des taux négatifs, ce qui montre combien le monde de la finance a perdu tout sens commun, et ce qui incite naturellement certains pays à poursuivre ce cercle vicieux de l'endettement.

12. La crise qui vient de commencer et qui va s'amplifier est d'une nature très différente des crises précédentes. Ces dernières étaient des crises endogènes au système économique, la nouvelle crise est due à un choc exogène, la pandémie, qui a provoqué simultanément un choc d'offre et un choc de demande négatifs. Les États n'ont pas le choix : le traitement de cette crise par la monétisation inévitable des nouvelles dettes publiques (il n'y a pas d'autre alternative à court terme) va inévitablement amplifier les difficultés auxquelles font face les banques centrales.

13. M. Allais, 1987, p. 22.

Par ailleurs, en persistant à monétiser la dette publique avec le « *quantitative easing* », les banques centrales se sont soumises à un système de dominance fiscale et ont perdu en grande partie l'autonomie de leur politique. Pour l'instant, avec la crise liée à la pandémie, elles n'ont pas le choix. Mais après ? Elles se trouveront tôt ou tard face à un véritable dilemme : soit elles continuent cette création de monnaie pour maintenir la solvabilité des États et préparent une nouvelle crise spéculative et financière ; soit la monnaie créée revient dans le circuit des biens et services, tôt ou tard une inflation incontrôlée se profile, et elles reviennent à une politique monétaire restrictive, les taux d'intérêt augmentent et une nouvelle crise de la dette, beaucoup plus violente que la précédente, apparaît compte tenu des niveaux d'endettement public atteints. Crise financière ou crise de la dette, à force de repousser sans cesse les ajustements, les banques centrales auront-elles d'autres choix ?

Comme le rappelait Maurice Allais

« En dernière analyse tous les moyens mis en œuvre, toutes les mesures prises, n'ont toujours eu qu'un même objet : remettre à plus tard les ajustements nécessaires grâce à l'octroi de nouveaux prêts et à la création *ex nihilo* de nouveaux moyens de paiement, se traduisant par de nouvelles augmentations du volume global des promesses de payer. Il ne s'agit là en réalité que d'expédients, éminemment déstabilisateurs par eux-mêmes, et qui ne font qu'augmenter l'instabilité potentielle générale du système, en la rendant toujours plus dangereuse... En fait, la presque totalité des difficultés actuelles résulte, d'une part, d'une méconnaissance totale des conditions monétaires (...) d'une économie de marchés et, d'autre part, d'une structure inappropriée des institutions bancaires et des marchés financiers<sup>14</sup>. »

---

14. M. Allais, 1993, p. 361.