printemps 2023

JOURNAL DES LIBERTÉS

Essor et déclin de la *Trussonomie*

Modéliser un mythe : le problème avec *Diamond* et *Dybvig*

En défense du libéralisme : *omniprésence* des défaillances de marché dans l'économique et le politique

L'impôt sur *l'héritage* : actualité d'un vieux débat

Chute de la maison *Bankman* : que penser de l'affaire FTX ?

journaldeslibertes.fr

Directeur de la publication : Pierre Garello

Comité de rédaction :

Jean-Philippe DELSOL
François FACCHINI
Jean-Philippe FELDMAN
Jacques GARELLO
Guido HULSMANN
Alain LAURENT
Nicolas LECAUSSIN
Bertrand LEMENNICIER †
Henri LEPAGE
Philippe NEMO
Pascal SALIN
Patrick SIMON

Conseil d'orientation :

Thierry AFSCHRIFT
Florin AFTALION
Fred AFTALION †
Axel ARNOUX
Olivier BABEAU
Francis BALLE
Eudes BAUFRETON
Pierre BENTATA
Pierre BESSARD
Jacques BICHOT
Bertrand BLANCHETON
Baudouin BOUCKAERT
Yves BOURDILLON
Gérard BRAMOULLÉ
Patrick de CASANOVE
Jean-Pierre CHAMOUX
Jean Pierre CENTI
Enrico COLOMBATTO
Brice COUTURIER
Victoria CURZON-PRICE
Chantal DELSOL
Nouh EL HARMOUZI
Hicham EL MOUSSAOUI
Lars FELD
Renaud FILLIEULE
André FOURCANS
Georges GALLAIS-HAMONNO †
Antoine GENTIER
Pierre GREGORY
David HART
Christine HENDERSON
Yvon JACOB
Nathalie JANSON
Jean Michel JOSSELIN
Michel KELLY GAGNON
Mamadou KOULIBALY
Jean Dominique LAFAY
Georges LANE †
Sébastien LAYE
Jean-Didier LECAILLON
Carlo LOTTIERI
Emmanuel MARTIN
Alain MATHIEU
Eduardo MAYORA
Guy MILLIERE
Philippe NATAF
Jean-Yves NAUDET
Radu NECHITA
Jean Baptiste NOE
Hervé NOVELLI
Angelo PETRONI
Daniel PILISI †
Benoit RITTAUD
Yvon ROCABOY
Serge SCHWEITZER
Philippe SIMONNOT
Philippe STOFFEL-MUNCK
Benoîte TAFFIN
Nikolaï WENZEL
Alain WOLFELSPERGER
Bernard ZIMMERN †

Journal des libertés

© 2023, ALEPS et IREF
35, Avenue Mac Mahon, 75017 Paris

ISSN : 2609-9969 (imprimé)
ISSN : 2804-8733 (en ligne)

www.journaldeslibertes.fr

Conception graphique
Whims Media
Republicii 202
105700 Comarnic
Prahova, Roumanie
www.whimsmedia.com

Equipe technique
Christian NĂSULEA
Diana NĂSULEA
Beatrice CREȚU
Dragoș BECHERU
Constantin POPA

Sommaire

Avant-propos

5 1723 – Naissance d'un grand homme *Pierre Garello*

Dossier Monnaie, Banque, Finance

9 L'incessante quête d'un ordre monétaire libre *Jean-Pierre Centi*

37 Modéliser un mythe : le problème avec Diamond et Dybvig *George Selgin*

63 Essor et déclin de la Trussonomie *Kevin Dowd*

83 Chute de la maison Bankman : que penser de l'affaire FTX ? *Jean-Pierre Chamoux*

Les fondements

103 En défense du libéralisme : Omniprésence des défaillances de marché dans l'économique et le politique *Reiner Eichenberger David Stadelmann*

121 L'impôt sur l'héritage : actualité d'un vieux débat *François Facchini*

141 Des libertés individuelles dans l'allocation du temps *François Gardes*

Notes de lecture

157 La nation, frontière du libéralisme *de Francis Démier* *Jean-Philippe Feldman*

165 The Liberal Ethos in the 20th Century *de Joshua L. Cherniss* *François Facchini*

Avant-propos
1723 – Naissance d'un grand homme

par
Pierre Garello

1723. Il y a trois cents ans naissait dans la petite ville écossaise de Kirkcaldy celui que j'appellerais volontiers le prince des sciences humaines, Adam Smith. « Prince des sciences humaines » car à aucun instant de ses longues réflexions il n'a oublié que son sujet d'analyse était l'être humain et que pour comprendre l'humain il faut tenter de le saisir dans toute sa richesse et toute sa complexité.

C'est à partir de cette connaissance de l'humain qu'il a pu si brillamment nous éclairer sur nos comportements au sein d'un groupe, d'une communauté, et sur l'évolution des règles de « juste conduite » – tel était en effet le thème de son premier best-seller, *La Théorie des Sentiments Moraux*, 1759. C'est à partir de cette même connaissance de l'humain que Smith, quelques années plus tard, a pu mettre en évidence les ressorts de la richesse, ou comment accroître nos capacités à satisfaire nos besoins – dans son célébrissime opus *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, 1976. La force de la pensée de Smith, ce qui en fait aussi sa pertinence, est de bien connaître l'homme, ses qualités, ses capacités créatrices mais aussi ses faiblesses. Et c'est ce qui le conduisit à préférer « le système de la liberté naturelle » à tout autre système de vie en société.

Ce « système de la liberté naturelle » Smith ne l'a pas inventé. Il est le fruit d'un long processus d'essais et d'erreurs ; d'une concurrence institutionnelle qui a eu pour théâtre principal l'occident chrétien. Il s'articule autour de la propriété, des droits de la personne et d'un gouvernement limité. Bien entendu ce système n'est pas parfait – rien n'est parfait en ce monde – mais il convient à notre « espèce » ; il permet de faire fructifier nos talents, grands et petits, il nous invite à coopérer et facilite cette coopération et, très important, il endigue notre capacité de nuisance. C'est ce système de la liberté naturelle qui a permis « le grand enrichissement » de l'occident à partir du XVII° jusqu'à nos jours – je reprends ici l'expression de l'économiste historienne, Deirdre McCloskey.

Cela étant, puisqu'aucun système n'est parfait il en est ainsi du système préconisé par Adam Smith et il n'est donc pas déraisonnable, a priori, de chercher à l'améliorer. C'est d'ailleurs, plus ou moins, ce à quoi se sont essayés tous les penseurs, intellectuels, philosophes et autres économistes depuis Adam Smith. L'effort est légitime. D'autant plus légitime que, nous le savons, les systèmes ne sont jamais figés. Le droit, par exemple, est vivant : même s'il suit des principes généraux, il doit s'ajuster, s'adapter à un monde que nous réinventons sans cesse. Malheureusement, *l'histoire nous a enseigné que l'amélioration que l'on désire apporter au système peut vite mettre ce dernier en péril, pour peu que l'on perde de vue la nature de l'être humain.* (Sans parler de ceux qui voudraient que l'homme s'adapte au système qu'ils appellent de leurs vœux plutôt que de rechercher un système qui convienne à l'homme.)

Le numéro vingt du *Journal des libertés* – printemps 2023 – revient justement sur certains épisodes récents de notre histoire qui, lus à la lumière de la sagesse de Smith, illustrent parfaitement comment l'aveuglement de nos élites, leur orgueil, menace le futur de notre société. Ainsi Jean-Pierre Chamoux nous offre-t-il une analyse « à chaud » de la faillite de FTX et de son fondateur ambitieux, Sam Bankman-Fried ; épisode où l'on voit s'exprimer à la fois, le génie, la créativité mais aussi la déraison qui conduit à la chute. Pourtant, la leçon que J.P. Chamoux tire fort justement de cet épisode n'est pas, contrairement à ce que beaucoup aurait attendu, qu'il est urgent de

limiter davantage les libertés dont jouissent les acteurs du secteur financier, mais plutôt qu'il est normal et essentiel que chacun assume les risques qu'il prend *sans faire payer aux autres les conséquences de leur orgueil démesuré*. François Facchini aborde quant à lui l'une des marottes de nos intellectuels contemporains : réaliser l'égalité des chances et des revenus en alourdissant les droits de succession. Voici une parfaite illustration de la démarche consistant à imaginer un monde que l'on pense (sans l'avoir expérimenté) meilleur et à sacrifier des libertés essentielles – en l'occurrence la propriété – pour y parvenir. Mais, justement *parce qu'elle fait fi d'une dimension essentielle de l'être humain, cette marche forcée vers l'égalité a toutes les chances de nous rapprocher d'un enfer* ainsi que l'explique F. Facchini.

Les plus courageux des lecteurs du *Journal* se lanceront dans le texte, plus austère bien qu'adouci par des références historiques passionnantes, de George Selgin. Et leurs efforts seront récompensés car plusieurs enseignements majeurs peuvent en être tirés. Le premier, le plus direct, est que nos choix politiques successifs – ou tout simplement notre passivité ! – font que nous vivons à présent avec un système monétaire des plus instables. Le deuxième enseignement est que l'État a utilisé, pour mettre en place ce système pervers, sa stratégie préférée : dans un premier temps il clame – sur la base de rumeurs plus que de faits – l'instabilité et le danger d'un monde libre (en l'occurrence celui de la banque libre) et ensuite il se présente comme l'unique rempart contre toutes ces catastrophes supposées inévitables (en l'occurrence le rempart consiste à monopoliser l'émission de monnaie, réglementer les banques, rendre obligatoire l'assurance des dépôts et octroyer à la banque centrale toutes sortes de privilèges). G. Selgin nous explique en quoi cette stratégie est illégitime car reposant sur une lecture déformée de l'histoire, un mythe. Mais la contribution la plus originale de son analyse est peut-être ailleurs. Il nous explique en effet dans ce texte de quelle façon la science économique – en tous cas, une certaine science économique – est venue prêter main forte aux ambitions des États en la matière. De fait, deux économistes, Diamond et Dybvig, se sont vu remettre la plus haute distinction dans leur discipline (le « prix Nobel ») pour avoir prétendument démontré la nécessité de ce rempart dressé

par la force publique. Pour montrer l'erreur de ces économistes de renom, George Selgin nous prend par la main et nous fait en quelque sorte pénétrer dans leur modèle, leur monde. Et, justement, nous y découvrons un monde qui s'éloigne dangereusement de la réalité, où les individus sont des robots, incapables de chercher ou simplement de mettre en place les innovations contractuelles qui leur permettraient de mieux gérer les risques, incapables de discerner. Un monde construit de telle façon que les individus laissés libres risquent gros et que l'État soit en mesure de nous protéger de tous ces malheurs. (Un autre article de ce numéro, celui de David Stadermann et Rainer Eichenberger, revient précisément sur cette hypothèse d'infaillibilité de l'Etat.)

Il ne s'agit pas ici, pas plus que dans l'article de G. Selgin, de dresser un procès contre la modélisation. Lorsque l'on cherche à comprendre et expliquer une réalité complexe, il est normal d'aller à l'essentiel et d'omettre délibérément de nombreux détails. Mais il faut prendre garde de ne pas oublier l'essentiel ! Or, force est de constater que la science économique que nous proposent ces brillants économistes – et, dans une large mesure, la science économique de ces deux derniers siècles, à quelques belles exceptions près – *n'est plus une science humaine car elle a tout simplement oublié ce qu'est l'être humain, avec toutes ses forces et ses faiblesses*.

Sans doute la grande chance de Smith a-t-elle été d'être philosophe avant d'être économiste. Il est grand temps de retourner sur les pas de Smith pour éviter de nouvelles catastrophes et saisir de nouveau tous les mérites du « système de la liberté naturelle ».

L'incessante quête d'un ordre monétaire libre

par
Jean-Pierre Centi

Jean-Pierre Centi est économiste, Doyen honoraire et Professeur émérite de l'Université d'Aix-Marseille. Il a dirigé le Centre d'Analyse Économique de la Faculté d'Économie Appliquée de 1984 à 2002 et a été membre du conseil scientifique de plusieurs instituts nationaux et internationaux. Il a été président et vice-président de l'Académie des Sciences, Agriculture, Arts et Belles Lettres d'Aix-en-Provence.

Pourtant, une preuve directe peut éclore dans un futur proche en raison de développements qui, au sein du système actuel, pourraient faciliter l'émission d'une monnaie à pouvoir d'achat constant.

M. Friedman et A. Schwartz (1987 : 298)

Les monnaies dites cryptographiques sont parfois considérées comme une « révolution » mais aussi souvent comme une mystification. Nous soutenons ici qu'il ne s'agit ni de l'une ni de l'autre : les cryptomonnaies sont plutôt l'émanation d'une évolution dont le processus fut expliqué avec perspicacité par Friedrich Hayek. Nous avançons une réflexion concernant la puissance innovative qui aiguillonne la tendance ascendante de l'utilisation des cryptomonnaies. La concurrence, vue comme un processus endémique, a le potentiel nécessaire pour améliorer les réponses aux défis récurrents qui émergent de l'avancement de la technologie en tout domaine, y compris le domaine monétaire.

La concurrence permet aussi d'offrir des solutions adéquates aux enjeux plus profonds de nature institutionnelle. Par les découvertes entrepreneuriales, le processus de marché est enclin à susciter et promouvoir des améliorations sur le plan institutionnel. Le domaine monétaire n'en fait pas exception car le processus de marché est partie intégrante de l'évolution monétaire. En dépit des obstacles, des incidents, voire des paniques, ce processus est à même d'engendrer un ordre monétaire libre, beaucoup mieux adapté que le système de banque centrale pour produire des monnaies saines.

Afin de saisir le sens principal de l'évolution monétaire, laquelle ne peut être appréhendée que sur le très long terme, il faut d'emblée centrer l'attention sur ce qui est au cœur de tout système monétaire, c'est-à-dire la confiance. L'argumentation prend appui sur les analyses convergentes de C. Menger (1892) et G. Simmel (1978 [1907]). Les deux auteurs ont mis l'accent, parmi d'autres visions ultérieures concordantes (L. Infantino 1998, Chap. 6), sur la nature de la monnaie comme institution sociale organique et sur la thèse que la confiance

monétaire se constitue et se forge à travers un processus évolutionnaire spontané.

1. L'offre de la confiance monétaire

L'histoire fait valoir le constat que la confiance monétaire n'est jamais acquise une fois pour toutes. Pourtant la monnaie est par essence une affaire de confiance, de foi (*fides*).

1-1. L'émergence de la confiance monétaire

Depuis Aristote (*Éthique à Nicomaque*, livre V) il est reconnu que la monnaie est intimement liée aux actes d'échange qui lui sont préalables. Elle est un *medium* ou médiateur dans les échanges ; dans son rôle d'unité de compte elle exprime la commensurabilité des biens échangés et, dans l'intervalle plus ou moins long, de l'acte d'échange qui se décompose en vente et achat, elle sert aussi de réservoir de valeur (la *chrématistique* commerciale selon Aristote). Dans les temps anciens, des objets de toutes sortes et formes ont pu accomplir ces fonctions : des produits naturels y compris des produits d'origine animale, ou des produits fabriqués tels que le tissu, des hachettes en cuivre, des disques de bronze, et une multitude d'autres biens potentiellement échangeables. La propagation de ces opérations de troc indirect — troc passant par des biens intermédiaires — a fait ressortir les biens qui étaient les plus promptement et les plus généralement discernables par leurs qualités de substituts à une recherche coûteuse d'information sur les caractéristiques de ces biens (A. Alchian 1977, K. Brunner et A. Meltzer 1971).

En finalisant les échanges, les acteurs à travers leurs interactions ont eux-mêmes contribué à faire émerger les biens qui présentaient les plus grands degrés de potentiel d'échange, qui étaient les plus *commercialisables* (C. Menger 1892, R. Jones 1976, N. Kiyotaki et R. Wright 1989) — *i.e.* ces biens qui exhibaient l'écart le plus faible entre leurs prix d'offre et leurs prix de demande. Parce que l'utilisation de ces biens intermédiaires fut continuellement répétée et admise, elle fut apte

à asseoir sa nature institutionnelle (informationnelle), accentuant la confiance des acteurs de la vie économique en ces moyens (*media*) d'échange, autorisant ainsi à qualifier l'économie de « monétaire ». L'élargissement du groupe de ces utilisateurs de monnaie se forma en corollaire de l'extension des échanges volontaires qui à travers le temps firent naître une régularité de comportement synonyme d'ordre car exprimant une manière de résoudre pacifiquement les différends et de rendre les agissements humains non erratiques.

1-2. La confiance au-delà du métal

Bien que la monnaie devînt très vite un enjeu d'ordre politique, les souverains et le pouvoir politique ne certifièrent la monnaie et ne s'en portèrent garants qu'après que quelque chose eut spontanément été acceptée à travers les pratiques privées des échanges de marchandises. La toute-puissance politique a ensuite contribué à imposer et étendre la circulation de la monnaie revêtue de son sceau jusqu'à faire croire aux gens qu'elle en édictait la valeur. La singulière histoire des monnaies métalliques en est une illustration.

Il n'est que d'évoquer la prééminence du statère d'or circulant tout autour du bassin méditerranéen à la suite des conquêtes d'Alexandre le Grand et la propagation du *solidus aureus* dans toute l'Europe sous l'Empire de Constantin 1er. Mais le fait est que le métal monétaire est matière à confiance au-delà du métal lui-même. À Malte, sur d'anciennes pièces de bronze frappées de 1566 jusqu'à 1827 par l'Ordre de Saint-Jean était gravée la devise « Non aes sed fides » (*Pas le bronze mais la confiance*). *A fortiori* la monnaie pliante exige-t-elle la confiance pour pouvoir circuler. Durant la Révolution française et la période des assignats quelque 80 communes ainsi que nombre de commerçants émirent des bons dénommés « billets de confiance » pour pallier le manque de petite monnaie, et de nos jours nous pouvons encore lire sur les pièces et billets de banque des États-Unis « In God we Trust ».

La confiance s'appréhende encore dans l'étroite connexion qui a toujours prévalu entre la monnaie et le crédit. Leur affinité conceptuelle fut montrée par K. Wicksell (1898 [1965]) dans ses abstractions

monétaires théoriques d'*économie de crédit pur* et d'*économie de crédit organisé*. Il n'en demeure pas moins que, au-delà du prêt en monnaie, les concepts de monnaie et crédit encapsulent tous deux de la confiance qui est véhiculée dans le déroulement des activités économiques.

1-3. La monnaie et le droit

Le crédit (du latin *credere* : croire en, avoir confiance en) n'est pas une technique moderne. Il remonte aux temps les plus anciens. À l'époque sumérienne, les prêtres du temple d'Uruk recevaient couramment des dépôts en nature et prêtaient aux agriculteurs et aux marchands. Ces prêts étaient enregistrés sur des tablettes d'argile. Le grain d'orge était utilisé comme unité de compte en raison de l'importance de l'orge dans les échanges (en réalité, les grains n'étaient pas eux-mêmes comptés mais pesés). Quant aux prêtres, nous dirions qu'ils avaient le pouvoir de collecter et traiter les données économiques, mais aussi plus fondamentalement de procurer une sécurité globale et de la confiance aux protagonistes de la vie économique. Ce système consistait essentiellement en un triptyque solidaire constitué d'une unité de compte (l'orge), un mécanisme de compensation et une cour de justice (ces deux derniers éléments étant assurés par les prêtres eux-mêmes). L'ensemble du système permettait d'effectuer les échanges de manière essentiellement décentralisée et rendait ainsi les services commerciaux que l'on attribue généralement à la monnaie. Bien qu'il ne fût pas ancré sur une substance matérielle comme le métal précieux, ce triptyque sophistiqué mettait néanmoins en lumière l'efficience informationnelle de la monnaie (J. Ostroy 1973) tout en mettant en relief le besoin de confiance dans le dénouement des échanges et le respect d'une justice commutative. La composante juridique du triptyque, elle-même fondée sur la reconnaissance de la propriété privée, était indispensable à l'apurement des dettes et partant à la confiance en ce système de paiements.

Vers 1750 av. J.-C., les dynasties assyriennes et babyloniennes finirent par graver dans le basalte le Code d'Hammourabi, fixant par là-même les règles de la banque privée applicables aux échanges qui

s'étendaient depuis la Mésopotamie jusqu'aux pays de l'est méditerranéen. Plus tard dans l'Histoire, les Romains gravèrent pareillement dans le bronze un corpus de règles de droit privé constituant la *Lex Duodecim Tabularum* (la « Loi des Douze Tables »), code fondateur du droit romain qui prévalut jusqu'au règne d'Auguste. Ainsi la confiance répond à un double enjeu : un enjeu économique parce que la confiance est un ingrédient essentiel du commerce, et un enjeu de justice qui concerne le respect des contrats émanant des interactions individuelles. L'émergence de la monnaie comme pure interaction et comme institution de marché est imbriquée avec l'émergence du droit écrit dans un même processus d'évolution. L'activité de marché ne peut prendre place et s'épanouir qu'au sein d'un cadre légal qui s'applique à l'accomplissement et l'extinction des obligations incombant aux parties contractantes. Ainsi que l'expliquait J. Rueff dans *L'Ordre Social* (1945), lorsque la valeur d'une créance échue ne correspond pas à celle d'une richesse réelle sur laquelle s'exerce un droit de propriété, le droit qui enveloppe ladite créance n'est partiellement ou totalement qu'un *faux droit*. La monnaie et le crédit, en faisant valoir les droits *réels,* facilitent conjointement le commerce et reposent tous deux sur la confiance (S. Frankel 1977).

Ce qui importe vraiment aux yeux des gens est l'utilisation d'une monnaie qui soit fiable, *i.e.* qui soit en permanence certaine et loyale. Jusqu'à présent, dans l'histoire monétaire, ces qualités qui définissent une monnaie saine ont été manifestement dépendantes tout autant de la chimie des métaux que du pouvoir politique. Pourtant, comme on peut l'observer dans l'histoire des faits économiques, ce pouvoir ne cessa jamais de produire de l'illusion monétaire, ce qui fut il y a bien longtemps dénoncé avec force par N. Oresme dans son court traité *De origine, natura, iure et mutationibus monetarum* publié vers 1355. À cette époque, les altérations monétaires du souverain étaient pratique courante. Dans les époques moderne et contemporaine, le recours fréquent et systématique aux dépréciations monétaires parle de lui-même (N. Sussman 1993), compromettant la stabilité monétaire et introduisant de *faux droits* dans le patrimoine des créanciers.

Séculaire est la question de savoir comment est gérée la confiance monétaire. Dans l'ère contemporaine, celle des monnaies « fiat », monnaies immatérielles qui font autorité et dont le cours légal est imposé par le gouvernement national (ou plusieurs gouvernements coalisés) à travers un système de banque centrale, il est difficile d'affirmer que les autorités monétaires aient fait preuve d'un bilan de performance satisfaisant en fournissant des monnaies continûment certaines et loyales. C'est sur ce point que les monnaies « virtuelles » contemporaines se distinguent, émanant d'un processus original d'offre de confiance : cette originalité tend à éroder le dogme de la souveraineté monétaire.

2. Une tension latente : le compromis *vs* « la concurrence comme procédure de découverte »

Bien que la monnaie fût, depuis ses origines, imbriquée dans le processus de marché, elle devint très vite un moyen d'action au sein du processus politique. L'argumentation économique favorable à l'offre monopolistique de monnaie n'a été développée que récemment en prenant appui sur la théorie des défaillances du marché (« market failures ») alors même que le monopole monétaire était déjà un ancien « fait accompli » politique. Cependant, des arguments pertinents de théorie économique ont également été avancés à l'encontre du monopole monétaire (R. Vaubel 1984). Dans le monde réel, ce sont surtout des raisons politiques qui ont été invoquées pour accréditer l'idée que seule l'offre monopolistique de monnaie procurerait le meilleur système monétaire. Certains aspects du processus politique méritent attention.

De tous temps la complexité des transactions monétaires fut invoquée pour préconiser la nécessité d'une autorité monétaire. Pendant plus de deux mille ans, l'idée se répandit qu'une autorité politique était seule en mesure d'établir et de produire la confiance monétaire mais ce sujet fut l'objet d'un aussi long débat, voire de tensions et dissensions. Même en Chine du Nord, au Cathay, quand la monnaie de papier apparut et fut largement utilisée environ un

millénaire avant qu'elle ne circulât en Europe (aux Pays-Bas, en Angleterre grâce aux orfèvres et en Suède), la concurrence entre une émission de monnaie privée et la monnaie de l'État fut maintes fois à l'œuvre.

Au 16ème siècle, Jean Bodin mit en relation le concept de souveraineté (« absolue et perpétuelle ») avec le fondement du pouvoir politique, auquel devait alors incomber la prérogative monétaire — quelle que fût la forme politique de l'instance dirigeante[1]. Cependant, l'autorité politique dut en plusieurs occasions affronter les marchands désireux d'obtenir et d'utiliser des monnaies saines et composer avec eux car elle en avait besoin. Tel fut le cas par exemple dans les grandes foires commerciales au Moyen Âge. En effet, l'acte souverain de battre monnaie et le fait d'accepter la frappe étatique des monnaies n'ont jamais signifié que l'État était constamment en position d'imposer par la force la confiance monétaire[2]. Démonstration est faite que la monnaie est un facteur de liberté et d'élargissement du cercle de l'interdépendance économique. La monnaie n'est-elle pas le symbole de la « liberté frappée » comme l'écrivait Dostoïevski dans *Les Frères Karamazov* ?

Nonobstant cette emprise prolongée du pouvoir politique sur la monnaie, c'est seulement au cours du 19ème siècle que, à quelques

---

1 La préférence de J. Bodin dans *Les Six livres de la République* (1576) allait vers un pouvoir royal souverain et inaliénable.

2 Dans les foires du Moyen Âge, les banquiers négociaient les lettres de change, lesquelles étaient à la fois des instruments de crédit et des instruments de transfert. Tout dérèglement monétaire se répercutait sur le cours du change dont les oscillations exerçaient en retour une pression sur le pouvoir royal soucieux de préserver son seigneuriage. Il y avait là un ferment d'instabilité récurrente. Pour mettre leurs systèmes de comptes et contrats à l'abri des mutations monétaires royales, les banquiers se référaient à une pièce imaginaire jugée comme stable, l'*écu de marc*, véritable unité de compte internationale valant 99% d'une pièce imaginaire composite *delle cinque stampe* (frappées respectivement à Florence, à Gênes, à Venise, à Naples et en Espagne).

exceptions près, la circulation monétaire en vint à coïncider avec le périmètre politique de la nation et l'identité nationale (E. Helleiner 1998). Toutefois, les besoins du commerce, que ce soit à l'intérieur des frontières nationales ou dans la sphère internationale, ont de tout temps ensemencé l'innovation dans les systèmes de paiements et moyens de règlements monétaires.

Cette tension, entre d'une part les relations verticales injonctives instaurées par la souveraineté monétaire et d'autre part les interrelations horizontales des opérations commerciales, s'est produite de tout temps. Elle a toujours été apaisée par des concertations entre gouvernement et secteur privé, se soldant par l'adoption de réglementations nouvelles. L'analyse économique des décisions publiques (théorie du *Public Choice*) montre avec pertinence la rationalité de l'obtention de tels *consentements* du secteur privé (G. Tullock 1989, D. North et B. Weingast 1989, D. North 1991). Le système bancaire à deux niveaux que nous connaissons, constitué d'une banque de premier rang émettant de la « monnaie à haute puissance » (la banque centrale) et de banques commerciales de second rang assujetties à cette dernière, est une construction qui relève de l'un de ces compromis parmi une multitude d'autres.

Une concertation réglementaire de ce type adviendra-t-elle de nouveau à l'ère de la digitalisation où prolifèrent les tentatives d'échapper à toute autorité centrale ? Plusieurs indices amènent à penser qu'un compromis du type traditionnel ne sera pas aussi promptement réalisable qu'il le fut dans le passé (I. Schnabel et H.S. Shin 2018) — si tant est qu'il soit réalisable. L'on peut conjecturer que le « calcul du consentement » produira vraisemblablement un résultat de nature radicalement différente, si ce n'est l'absence pure et simple d'un compromis. Suivant une approche évolutionniste, la dynamique des innovations dans la technologie des transactions peut être vue comme la manifestation par essais et erreurs de l'émergence spontanée d'un système monétaire *en devenir*. En d'autres termes, un processus interactif de marché semble mener à un ordre monétaire conforme au laissez-faire.

De fait, en même temps que se produisent les innovations dans les systèmes de paiements et les types de monnaies, nous assistons à une concurrence monétaire qui se profile dans le sens hayékien d'une *procédure de découverte*. Hayek (1968) écrivit : « Je propose de considérer la concurrence comme la procédure de découverte de tels faits qui ne seraient connus de personne ou du moins qui seraient sans valeur si nous n'avions recours à elle »[3]. À la lumière des événements monétaires contemporains, il convient d'établir un lien entre la conception de la concurrence exprimée par Hayek et ses propres réflexions visionnaires sur la *Dénationalisation de la monnaie* (1978) – un écrit publié pour la première fois en 1976 et ultérieurement augmenté. Établir un tel lien conduit à former la perspective réaliste que le système monétaire du futur peut bien être conforme à un ordre monétaire libre, qui supplanterait le système de banque centrale ainsi que le statut de monnaie légale.

3. L'érosion de la souveraineté monétaire

Le cours légal est bien l'expression de la souveraineté monétaire, mais ce n'est pas un fruit de l'imagination de dire qu'il a de moins en moins de force en tant que support protecteur de la monnaie en circulation dans un pays. Le lien entre un territoire national et « sa » monnaie nationale n'est ni une exigence politique absolue ni une nécessité économique. Dans l'histoire monétaire, le célèbre *thaler* de Marie-Thérèse d'Autriche porte témoignage d'une monnaie « déterritorialisée » qui perdit son cours légal sans pour autant disparaître. Le thaler — une pièce de monnaie en argent initialement frappée en 1741 à l'effigie de l'impératrice des Habsbourg — fut démonétisé en 1892 et remplacé par le florin. Néanmoins, durant toute la première moitié du 20ème siècle, avant que les devises nationales ne fussent imposées partout dans le monde, le thaler continua d'être attractif et fut utilisé comme intermédiaire d'échange dans des pays d'Afrique, du Moyen-Orient et en Inde, tandis que la frappe fut aussi

[3] Notre traduction.

décentralisée quand l'Autriche céda le droit de fabriquer la pièce à Rome, Paris, Bruxelles, Bombay et Birmingham.

Le concept de cours légal ne signifie pas que toute monnaie circulante doit avoir cours légal. En effet de nos jours, grâce à l'Internet, plusieurs réseaux monétaires privés déterritorialisés éclosent et se forment plus facilement que dans le passé, chacun d'eux ayant son propre nom, sa propre marque. Le pluralisme monétaire est grandissant. De plus, la digitalisation de la monnaie ouvre la voie à une concurrence qui s'inscrit dans le sens exprimé par Hayek dans la *Dénationalisation de la monnaie*.

Depuis la création de Bitcoin en janvier 2009, des milliers de cryptomonnaies sont nées dans l'intervalle d'une dizaine d'années seulement, quand bien même la plupart d'entre elles sont des avatars de Bitcoin. Il n'y a de barrières ni à l'entrée ni à la sortie de ces nouveaux systèmes. En outre, comme on peut le constater, le nombre d'utilisateurs de cryptomonnaies est sans cesse croissant. Sur la seule année 2018 par exemple, le nombre d'utilisateurs a doublé, passant de 16 millions à 32 millions : certes, c'est loin d'être énorme mais on prévoit un milliard d'utilisateurs en 2030. D'un autre côté, la technologie sous-jacente est continuellement améliorée. L'utilisateur accepte de détenir une cryptomonnaie parce qu'il est confiant dans le fait que quelque part d'autres individus ou firmes l'accepteront en paiement (N. Kiyotaki et Wright 1992). Ces monnaies virtuelles se distinguent en offrant un processus original de production de confiance à travers des protocoles de cryptage, accentuant ainsi l'érosion de la souveraineté monétaire.

4. Originalité et avantages des cryptomonnaies

Les formes de monnaie ont changé dans l'espace et dans le temps. À l'évidence, des formes très abstraites de monnaies apparaissent aujourd'hui. Décrivons brièvement l'originalité des cryptomonnaies telles que nous les découvrons (Dwyer 2015).

1/ Ce sont des monnaies privées, dénommées en unités de compte spécifiques sans lien avec les monnaies *fiat* existantes.

2/ Sans consistance matérielle, elles prennent appui sur une technologie de stockage et de transmission d'informations à travers un grand livre transparent, sécurisé et fonctionnant sans organe central de contrôle (la *blockchain*).

3/ Les cryptomonnaies procurent une nouvelle architecture de paiements en passant par des réseaux décentralisés et trans-territoriaux, les dissociant complètement des conditions requises par le concept traditionnel et ambigu de « zone monétaire optimale » (R. Mundell 1961, R. McKinnon 1963, P. Kenen 1969) tout autant que des zones monétaires construites sur la base de considérations essentiellement politiques comme l'Union Monétaire Européenne.

4/ La plupart des cryptomonnaies fonctionnent sur des réseaux ouverts et se passent de tout établissement intermédiaire bancaire ou financier de sorte que la confiance est placée sur les protocoles de cryptage et la technologie.

Il découle de cette originalité que les cryptomonnaies offrent des avantages attractifs aux utilisateurs potentiels.

1/ Elles sont universelles au sens où elles sont utilisables partout dans le monde.

2/ Elles permettent d'effectuer des transactions à travers le monde à un coût minimal.

3/ Elles procurent à leurs utilisateurs la confidentialité et la protection de la vie privée grâce à l'anonymat ou du moins le pseudonymat.

4/ La divisibilité sans perte de valeur des cryptomonnaies en fractions unitaires minimes — en *satoshis* pour le bitcoin — facilite grandement la réalisation des transactions.

5/ Elles peuvent être mises en réserve à un coût minimal.

6/ La valeur d'un bitcoin s'inscrit dans la longue durée du fait qu'il est déflationniste. En effet, les cryptomonnaies suivent des règles d'émission très strictes. Par exemple le logiciel qui pilote le processus Bitcoin est conçu de telle sorte que les bitcoins supplémentaires,

systématiquement émis toutes les dix minutes pour rémunérer les « mineurs », soient réduits de moitié tous les quatre ans pour atteindre finalement une quantité maximale de bitcoins qui culminera en 2040 avec un montant total de 21 millions BTC.

Ces avantages mettent en avant les aspects qualitatifs de la monnaie et attestent que la monnaie est plus qu'un morceau de métal, un bout de papier ou une liste écrite de chiffres. Un actif liquide peut rendre de multiples services non pécuniaires indépendamment de son contenu physique et l'on peut y inclure le sentiment de liberté. B. Klein (1974) mit en relief cette idée selon laquelle il convient de dériver la demande de monnaie — de cryptomonnaie pour ce qui nous concerne ici — de la demande des divers services qu'elle rend car ce sont ces services qui procurent de l'utilité. Cette conception qualitative contribue à expliquer pourquoi une monnaie virtuelle a une valeur positive. Cependant, mise à part la problématique de la théorie de la valeur de la monnaie, de sérieux obstacles demeurent lorsque l'on traite de la demande et de l'offre de cryptomonnaies.

5. L'écueil : le défi de la confiance

La vie économique ne se réduit pas à la résolution de puzzles mathématiques (en ce qui concerne les cryptomonnaies, cette résolution est le travail des mineurs de bitcoins). En revanche, la vie économique est en lien avec des monnaies saines sans lesquelles les marchés dysfonctionnent. Comme l'a soutenu Mises (1971, 2007), la monnaie saine ne se décrète pas. La monnaie saine provient du fonctionnement non entravé du marché ; elle est le résultat de l'action humaine, de la façon dont les agents économiques se comportent, de leurs attentes et de leurs réactions, lesquelles affectent la demande et l'offre de monnaie.

En effet, bien que l'offre de bitcoins soit strictement verrouillée, cela est insuffisant pour garantir la stabilité de sa valeur réelle et constituer un ordre monétaire. La valeur réelle (le pouvoir d'achat ou prix relatif) de la monnaie dépend aussi de la demande de bitcoins. Jusqu'à présent l'instabilité de cette demande a sans cesse donné lieu à une volatilité quotidienne de l'ordre de plusieurs points de pourcentage de la valeur

du bitcoin. En outre, la demande de bitcoins a éprouvé de nombreux chocs abrupts. Par exemple, au cours de l'année 2017, le cours du BTC monta en flèche de 997,69 $ en janvier à 9.748 $ en fin novembre, tandis qu'il plongea de 20.000 $ à 3.600 $ en février 2018. En novembre 2021 le cours atteignit le pic historique de 69.000 $ mais enregistra une chute depuis mai 2022 pour atteindre la valeur exceptionnellement basse de 20.153 *$* en septembre 2022. Depuis le début de l'année 2023, le bitcoin voit sa valeur repartir à la hausse avec un gain de plus de 30% en janvier. Toutes les cryptomonnaies connaissent des fluctuations de la même amplitude.

Plusieurs sortes d'événements de nature exogène ou endogène peuvent affecter la demande de bitcoins, d'ethereums et autres cryptomonnaies. Citons les manipulations de marché (tel le stratagème du *pump and dump* consistant à faire gonfler artificiellement le cours d'un actif dans le but de revendre massivement l'actif surcoté), les montages financiers hasardeux (comme celui échafaudé par *FTX Trading* — deuxième plus grande plateforme mondiale d'échange de cryptomonnaies — qui se déclara en faillite en novembre 2022), les modifications des taux directeurs des banques centrales selon l'orientation qu'elles donnent à leur politique monétaire, les événements politiques dont l'impact peut être international (Grexit, Brexit, conflit iranien), et autres événements. Beaucoup d'utilisateurs voient les cryptomonnaies comme des actifs spéculatifs, achètent et vendent des bitcoins massivement et promptement, créant ainsi des bulles à répétition. Là est la différence avec l'étalon-or qui, il fut un temps, consistait en un système autorégulateur du fait que l'offre d'or était peu ou prou en mesure de réagir et de s'ajuster à son prix de marché (M. Bordo 1981, A. Schwartz 1987, M. Bordo et A. Schwartz 1999).

Abstraction faite du débat de longue date concernant l'élasticité de l'offre de moyens de paiements, d'une manière générale l'on ne peut qu'être en accord avec l'assertion de M. Friedman (1959) selon laquelle un système monétaire doit procurer suffisamment de flexibilité ou d'adaptabilité afin de prévenir d'amples oscillations des prix ou des revenus et faire en sorte que les agents économiques n'aient pas à subir les coûts de transactions élevés assortis aux renégociations des contrats.

La principale faiblesse de la technologie Bitcoin est qu'il n'y a rien pour offrir pareille flexibilité et contrer le caractère chaotique de la demande de bitcoins. La rigidité extrême de l'offre de bitcoins tend à accroître l'amplitude des fluctuations de la valeur réelle de cette cryptomonnaie lorsque la demande fait montre de variations brutales. Pourtant, malgré cette faiblesse, l'on peut observer au-delà du très court terme un attachement plutôt continu envers les cryptomonnaies tandis que se développent les *blockchains*. La faillite retentissante de la plateforme FTX a fait plonger les cryptomonnaies et accentué leur instabilité mais n'a compromis en rien la technologie sous-jacente à leur émission ni même leur existence, ce qui explique la persistance de leur utilisation. Cependant, en économie, l'adhésion à la technologie, tout comme l'acceptation du bronze, n'est pas suffisante (*non aes sed fides*).

Dès lors que la monnaie véhicule les anticipations subjectives des acteurs de la vie économique, il existe un enjeu plus important que la simple approbation de la technologie. Il doit y avoir une sorte de croyance ou de foi en la certitude offerte par l'ordre monétaire : sur cet ordre repose la promesse d'une monnaie saine, ce qui correspond à la nature institutionnelle de la monnaie. La confiance ne se crée pas du jour au lendemain par un coup de magie technologique. Seule la tendance à maintenir la stabilité de la valeur réelle de la monnaie est signe d'ordre monétaire et entretient la confiance monétaire.

Malgré la volatilité préoccupante des cryptomonnaies (Dwyer 2015, Katsiampa 2017), il y a une sorte d'engouement inextirpable envers elles. D'aucuns vont même jusqu'à les considérer comme des valeurs-refuge potentielles. En effet, le bitcoin se révèle être un substitut aux monnaies déficientes quand l'inflation se déchaîne, comme cela s'est produit en Turquie où l'inflation a atteint le taux de 19,67% en février 2019, en Argentine avec une inflation galopante au taux de 53,8% en 2019, ou au Venezuela éprouvé par une hyperinflation au taux de 9.585% en 2019 qui conduisit à une dévaluation du bolivar de 98 ,6%. Mais hormis ces cas extrêmes d'inflation galopante, le paradoxe de la continuité des achats et ventes de cryptomonnaies en dépit de leur volatilité est davantage l'expression d'une évolution naissante, d'un processus évolutif d'essais et d'erreurs, plutôt que d'une révolution.

6. Des systèmes antagoniques

Réagissant au paradoxe de la persistance de l'utilisation des cryptomonnaies face à leur instabilité, les pouvoirs publics tentent de réguler les émissions de monnaies virtuelles privées et de protéger le cours légal de la devise nationale. Ces mesures politiques ont un caractère plus dissuasif que l'exhortation à taxer les cryptoactifs et cryptotransactions. Une telle taxation ne saurait être neutre, mais les mesures de réglementation quant à elles équivaudraient à réprimer à la fois l'avancée technologique et la liberté de choix dans le domaine monétaire. Plusieurs gouvernements cherchent à établir une nouvelle sorte d'arrangement ou compromis réglementaire avec les protagonistes des émissions monétaires privées, mais jusqu'à présent leurs efforts semblent vains. Tant qu'il en est ainsi, les autorités monétaires sont amenées à entrer en concurrence avec le système offert par les monnaies virtuelles et, ce faisant, elles doivent cacher leurs propres faiblesses ou y remédier, ce qui risque de devenir une tâche ardue. La tension décrite ci-dessus en deuxième section se manifeste de nouveau.

Côté monnaie légale, quand se déploient les crises financières et les paniques bancaires, la précipitation patente et habituelle pour l'obtention des liquidités affecte l'offre de « monnaie banque centrale » (ou base monétaire) dont le laxisme révèle les difficultés qu'ont les systèmes actuels à maintenir une stabilité monétaire. Les gens n'ignorent pas non plus que les banquiers centraux sont plus sensibles aux finances publiques qu'aux préférences des utilisateurs de monnaie désireux d'avoir en permanence une monnaie saine. Faire confiance à des autorités monétaires de contrôle supposées garantir la stabilité de la valeur de la monnaie n'est pas la meilleure réponse institutionnelle à la question de Juvénal : « Quis custodiet ipsos custodies ?». Bien qu'une grande majorité de gens pense que le système monétaire dominant bâti au début du 20ème siècle est rassurant et offre plus de stabilité que les cryptomonnaies, dans le même temps beaucoup pensent aussi que ce système semble aller à la dérive.

Ensuite, les banques centrales — qu'elles soient totalement dépendantes ou (relativement) indépendantes du gouvernement (du pouvoir exécutif ou/et du pouvoir législatif) — échouent généralement à procurer une monnaie qui soit saine en permanence. La tentation récurrente des pouvoirs publics a toujours été de pratiquer la prodigalité en produisant de l'inflation par le biais du monopole de l'offre de monnaie. De 1913, quand fut créé le Système de la Réserve Fédérale aux États-Unis, jusqu'à 2005, le dollar a perdu 96% de sa valeur réelle. Même une faible inflation a un impact non négligeable dans la vie économique : un taux d'inflation annuel de (seulement) 2% — une cible qui est explicitement ou implicitement largement adoptée par les banques centrales contemporaines — génère une chute de 36,4% de la valeur réelle de la monnaie en 50 ans. Les effets du monopole monétaire sur les recettes de l'État, y compris le pouvoir d'utiliser l'inflation comme moyen de taxation (*i.e.* sans vote du parlement) ont été mis en relief par G. Brennan et J. Buchanan (1980, chap.6).

Ajoutons que la politique monétaire arbitraire brouille et perturbe les projets des décideurs privés, provoquant le mal-investissement ou les mauvais types d'investissements et les cycles préjudiciables d'expansion-récession (Mises 2007, Hayek 1966). Le chaos économique des épisodes d'hyperinflation et la gravité de certaines crises monétaires ou les grandes crises financières suivies du désarroi causé par la politique monétaire « non conventionnelle » sont (peut-être) tolérés comme des exceptions. Or, de manière générale, la stratégie couramment adoptée par les banquiers centraux est de déterminer l'intensité d'illusion monétaire qu'ils produisent eux-mêmes jusqu'à ce que les agents économiques prennent conscience de cette tromperie — ce que l'on appelle la dynamique de l'incohérence temporelle de la politique monétaire (F. Kydland et E. Prescott 1977, R. Barro et D. Gordon 1983). Par contraste, les algorithmes de l'émission des cryptomonnaies excluent tout activisme aussi bien que toute cible de nature politique ou électoraliste et tout événement exceptionnel.

De plus, les monnaies virtuelles sont en concurrence avec les banques commerciales et tendent à bousculer l'entière industrie bancaire. Les banques et les institutions financières « en dur » (« brick-

and-mortar ») sont confrontées à des critères d'organisation et de management au sein d'un entrelacs de réglementations nationales et internationales qui ne s'appliquent pas aux systèmes monétaires virtuels. De surcroît, les banques et institutions financières sont aussi couramment impliquées dans le financement de la dette publique. Leur exposition hypertrophique et disproportionnée à la dette souveraine est une épée de Damoclès pour les déposants. Bitcoin ne fut-il pas lancé tout juste après la crise de 2007-2008 ?

La question est donc la suivante : Comment la tension qui se manifeste à nouveau entre les pouvoirs publics et l'émergence des innovations monétaires privées sera-t-elle apaisée ? Où un tel antagonisme de systèmes nous mènera-t-il ? Si l'on suit l'argumentation de Hayek, chaque fois qu'une telle question se pose, nous devrions miser sur « les efforts concurrentiels de tous ceux qui déclencheront l'émergence de ce qu'il nous faudra quand nous en aurons fait le constat » (F. Hayek 1960 :29)[4]. Dans ces circonstances, la concurrence permet, si on ne l'étouffe pas, de découvrir ce qui n'est pas encore connu précisément (F. Hayek 1960 :40). Un sentier vraisemblable est celui d'une évolution vers un ordre monétaire libre ou, sans équivoque, au moins plus libre que celui que nous avons aujourd'hui.

7. L'évolution à travers la concurrence par la qualité

Il y a quelque chose de plus qu'une innovation technologique par laquelle les individus essaient de nouvelles formes de placements et une nouvelle forme de moyen de paiement. Pour nombre de gens et d'acteurs de la vie économique, cette modalité de négocier en recourant à un instrument monétaire virtuel sans qu'aucune force légale ne les y oblige semble les satisfaire davantage que les autres procédés auparavant pratiqués. Par exemple, en 2018 un club turc de football (Sokaraya) a payé en bitcoins le transfert d'un joueur. La valorisation des actifs réels dans le monde digital (*tokenisation*) est de plus en plus devenue une voie alternative pour lever un capital de démarrage dans

[4] Notre traduction.

le monde des affaires. Un large éventail de paiements sont effectués en cryptomonnaies et le fait qu'un grand nombre d'individus soient satisfaits de procéder à cette nouvelle forme de paiement est une incitation à l'innovation et attise une concurrence motivée par l'amélioration de la qualité des monnaies offertes.

7.1 La pression de la concurrence

Dans le domaine technologique, les entrepreneurs innovateurs ont toujours une longueur d'avance sur les législateurs. Néanmoins, en ce qui concerne les monnaies virtuelles, l'on ne peut échapper au défi de la confiance (I. Schnabel et H.S. Shin 2018). Le principe de la chaîne de blocs connaît aujourd'hui un succès dans bon nombre de domaines (les contrats intelligents ou contrats numériques, la preuve d'assurance, la propriété intellectuelle, etc.). Dans le domaine des monnaies virtuelles, la *blockchain* active la concurrence notamment à travers leur langage de programmation (R. Auer 2019). Par exemple, en mettant en œuvre le protocole de la preuve d'enjeu (« proof of stake »), Ethereum peut traiter les transactions en 15 secondes alors que le protocole de la preuve de travail (« proof of work ») de Bitcoin prend 10 minutes. Ces chaînes de blocs sont enclines à se faire concurrence pour divers services. Il y a place pour l'expérimentation, c'est-à-dire pour des tentatives de découvrir « de nouvelles façons de procéder, meilleures que celles qui étaient pratiquées auparavant » (Hayek). Il est déjà possible de se procurer des cryptomonnaies à travers des distributeurs automatiques. D'autres améliorations sont en cours, visant entre autres le problème de la *scalabilité* (la capacité de faire face à un grand nombre de transactions par seconde) et aussi la réduction de la consommation d'électricité qui est énorme aujourd'hui. La volatilité déconcertante de la valeur des cryptomonnaies (l'écueil économique majeur) pourrait même être bridée sous la pression de la concurrence.

L'on peut déjà observer qu'une nouvelle génération de monnaie virtuelle est lancée avec les très innovants « stablecoins », cryptomonnaies indexées (Tether, Dai, …) qui promettent la stabilité de leur valeur réelle. La plupart de ces tentatives utilisent des techniques

d'adossement : les cryptomonnaies qui sont adossées aux monnaies légales échapperont difficilement aux déficiences du système monétaire centralisé prédominant mentionnées plus haut (section 6). Toutefois, il est pertinent de soutenir qu'un processus de sélection est en œuvre.

Dans un processus continu de concurrence, les perceptions entrepreneuriales subjectives tendent à faire émerger des pratiques répétées dont la régularité potentielle exprimerait quelque chose de plus profond que la technologie. Cette régularité spontanée suscite la confiance et correspond à l'existence d'une institution sociale *organique* (C. Menger). Il y a quelque chose de plus que l'enjeu technologique parce que la caractéristique institutionnelle de la monnaie est primordiale en comparaison de ses propriétés physiques (J.-P. Centi 1999). En ce sens, la monnaie comme institution est partie intégrante du processus de marché.

Il n'est pas surprenant que des banques centrales soient amenées à réagir à l'engouement pour les cryptomonnaies en imitant les entrepreneurs innovateurs dans le domaine des monnaies virtuelles (M. Bordo et A. Levin 2017, M. Kumhof et C. Noone 2018). Pourquoi ne le feraient-elles pas ? Cela est compréhensible et prévisible, sauf qu'en réalité les banques centrales voudraient introduire une devise digitale souveraine dotée du statut du cours légal, une sorte de nouvelle forme de base monétaire (une monnaie à *haute puissance* digitale). En d'autres termes, le principe de la centralisation monétaire persisterait.

7.2. Une évolution inventive

Le point crucial de l'évolution vers un ordre monétaire libre est que soit coupé tout cordon ombilical des monnaies virtuelles privées avec les monnaies officielles. Une couverture des cryptomonnaies privées formée d'un panier de devises officielles de type *fiat* saperait la nature décentralisée de leur système et constituerait une nouvelle forme de compromis avec les autorités monétaires. Par contraste, les cryptomonnaies pourraient être indexées à un panier de marchandises ou de matières premières. Les offreurs de ces monnaies pourraient alors négocier de manière algorithmique des contrats d'achat et de vente à

terme afin de se couvrir contre les risques de marché et de manière à assurer la stabilité de la valeur du panier sans pour autant avoir à stocker les marchandise ou matières sélectionnées, tandis que simultanément les utilisateurs apprécieraient la tendance à la stabilité monétaire plutôt que les marchandises elles-mêmes.

La décentralisation des activités économiques porte inéluctablement avec elle la question de leur coordination. La méthode appropriée pour tendre vers une coordination souhaitable réside dans la force de la concurrence. Le fait est que cette concurrence « par la qualité » — qui est, suivant B. Klein (1974), le véritable sens de la concurrence monétaire — tend à s'étendre grâce à l'Internet alors qu'elle ne peut être éradiquée ou prohibée. Le nouveau système ne peut être falsifié : il est inaltérable — beaucoup plus que la souveraineté monétaire — et, comme il est dépourvu de tout centre nerveux, il ne peut être décapité. Ainsi, nous assistons à un processus évolutionniste qui n'a ni à affronter la censure étatique ni même à requérir l'autorisation du gouvernement ou de la banque centrale, d'autant plus que la protection des monnaies virtuelles contre la falsification et la fraude est assurée grâce à l'impossibilité de pratiquer la double-dépense d'un même jeton numérique.

La trajectoire ascendante des cryptomonnaies est l'expression d'une évolution animée par une concurrence de type qualitatif. Elle est une illustration de l'assertion hayékienne selon laquelle le changement économique reflète les efforts d'innovation entrepris par une minorité de pionniers qui en configurent le mode de diffusion.

En fait, le point frappant est que dès l'abord les cryptomonnaies sont très contraires à l'image mentale que beaucoup de gens ont de la monnaie. Pour la plupart des gens, les cryptomonnaies sont le résultat d'une technologie obscure et incompréhensible mais elles ne dissuadent pas pour autant un nombre croissant d'utilisateurs. En une époque où l'économie des services croît en importance conjointement avec l'économie de l'information et l'expansion rapide des données disponibles, en une époque où la propriété intellectuelle en association avec l'économie de la connaissance provoque un changement profond

des moyens de production, la monnaie est vouée à atteindre son plus haut degré d'abstraction jusqu'à ce jour (G. Simmel 1907 [1978]) dans le respect des contrats tels qu'ils sont négociés sur les marchés.

La concurrence dans le domaine monétaire comme dans les autres domaines est la réponse appropriée à l'ignorance. La concurrence comme *procédure de découverte* est un processus d'expérimentation qui génère les meilleurs moyens de satisfaire les préférences des gens — les préférences pour des monnaies saines dans notre propos. La règle d'une offre de monnaie concurrentielle fondée sur des droits de propriété privée constitue un cadre adapté pour favoriser et maintenir une discipline dans le domaine monétaire : elle procure des incitations plus fortes que celles du monopole monétaire public pour préserver continûment des monnaies saines. En d'autres termes, les banquiers centraux qui opèrent dans les systèmes monétaires monopolistiques ne peuvent être assimilés à des entrepreneurs, au mieux sont-ils des imitateurs.

8. Conclusion

La tendance au développement des innovations observée dans le domaine monétaire et la concurrence entendue comme une procédure de découverte autorisent à conjecturer l'avènement d'un ordre monétaire libre. Le processus évolutionnaire qui sous-tend cette possibilité consiste en des schémas et des protocoles spontanément adoptés, de nature abstraite et complexe. Suivant l'argumentation de Hayek, la concurrence tend à encourager un type d'évolution qui se caractérise par des essais et erreurs, par des déficiences suivies d'améliorations. La stabilité monétaire serait ainsi le fruit d'une concurrence s'exerçant par la qualité et générant progressivement la confiance requise pour la constitution d'un véritable système.

Face aux circonstances changeantes qui se présentent actuellement dans le secteur monétaire, il serait vain de promulguer un fardeau réglementaire coercitif dans l'espoir d'obtenir un résultat efficient que la concurrence nous empêcherait supposément d'atteindre. La probabilité qu'un arrangement ou compromis réglementaire d'une

nouvelle sorte soit conclu entre les pouvoirs publics et les offreurs de monnaies virtuelles privées dépend fortement de l'avantage pécuniaire que ces derniers obtiendraient (*i.e.* par capture de rentes potentielles) de l'absorption (monétisation) des dettes publiques astronomiques qui existent aujourd'hui dans beaucoup de pays industrialisés. Une telle probabilité n'est pas nulle, mais les rentes à verser doivent aussi être garanties par le pouvoir fiscal. Or, la pression fiscale existante est déjà si forte que cette probabilité n'est vraisemblablement pas si élevée. Les atteintes à la liberté ont des limites.

En conformité avec la théorie évolutionniste de l'école autrichienne, les issues particulières des processus de découverte sont pour une très grande part imprévisibles. Toutefois, un cadre général cohérent avec un ordre spontané peut être esquissé. Malgré la nature abstraite des formes nouvelles de monnaie, un ordre monétaire futur peut être approximé par les systèmes monétaires plus ou moins concurrentiels qui existèrent dans le passé en plusieurs pays (K. Dowd 1992, 1996). Les précédents les plus ressemblants en tant que systèmes monétaires, bien qu'ils ne fussent pas de purs systèmes bancaires de laissez-faire, sont vraisemblablement celui de la « banque libre » en Écosse de 1715 à 1844 qui développa de nombreuses innovations (L. White 1984) et celui de l'« époque de la banque libre » aux États-Unis de 1837 à 1863 (H. Rockoff 1975). Dans ces précédents et d'autres, les pouvoirs publics parvinrent finalement à réprimer le laissez-faire dans le domaine monétaire et bancaire tandis que, en lien avec des considérations politiques, les banques commerciales acceptèrent de se mettre dans l'obligation de suivre les directives d'une banque centrale. Il se peut bien qu'en ce 21ème siècle, grâce à l'innovation des cryptomonnaies et compte tenu de leur nature décentralisée autant que de leur utilisation spontanément croissante, la banque centrale ne soit plus en mesure de maintenir son emprise sur le système monétaire.

Pour conclure, rappelons les mots de Hayek (1978 : 128-129, en note) :

> « Ce qu'il est possible de *prévoir est forcément limité*. C'est l'un des grands mérites de la liberté que d'*encourager de nouvelles inventions*, et par leur véritable nature celles-ci sont imprévisibles. Je m'attends à ce que

l'*évolution* soit beaucoup plus inventive que je ne puis l'être. Bien que ce soient toujours *les idées nouvelles d'une minorité* qui donnent forme à l'évolution sociale, la différence entre un système libre et un système réglementé est précisément que dans le premier ce sont les gens *qui ont les meilleures idées* qui détermineront les développements parce qu'ils seront imités[5]. »

Références

Alchian, A. A. (1977) "Why Money?" *Journal of Money, Credit, and Banking*, 9(1), February.

Auer, R. (2019) "Beyond the Doomsday Economics of "Proof of Work" in Cryptocurrencies." *BIS Working Papers*, N° 765.

Brennan, G. and Buchanan, J. M. (1980) *The Power to Tax: Analytical Foundations of a Fiscal Constitution*. New York: Cambridge University Press.

Barro, R. and Gordon, D. (1983) "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics*, 12 (1): 101-122.

Bordo, M. D. (1981) "The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today." *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 63: 2-17, May.

Bordo, M. D. and Schwartz A. J. (1999) "Monetary Policy Regimes and Economic Performance. The Historical Record." In *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, Part A: 149-234. Elsevier.

Bordo, M. D. and Levin, A. T. (2017) "Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy." *National Bureau of Economic Research*, N° 23711, August.

Brunner, K. and Meltzer, A. H. (1971) "The Uses of Money in a Theory of an Exchange Economy." *The American Economic Review*, 61(5), December.

Centi, J.-P. (1999), "Money and Credit in an Open-Ended Universe." *Journal des Economistes et des Études Humaines*, Vol. 9 (2/3): 293-316.

Dowd, K. (1992) *The Experience of Free Banking*. New York: Routledge.

Dowd, K. (1996) *Laissez-faire in Banking*. London and New York: Routledge.

[5] Nous soulignons.

Dwyer, G. P. J. (2015) "The Economics of Bitcoin and Similar Private Digital Currencies." *Journal of Financial Stability*, 17: 81-91, April.

Frankel, S. H. (1977) *Money: Two philosophies. The Conflict of Trust and Authority*. Oxford: Basil Blackwell.

Friedman, M. (1959) *A Program for Monetary Stability*. New York: Fordham University Press.

Friedman, M. and Schwartz, A. J. (1987) "Has Government Any Role in Money?" In Schwartz, Anna (Ed.) *Money in Historical Perspective*: 289-314. University of Chicago Press.

Hayek, F. A. (1960) *The Constitution of Liberty*. University of Chicago Press.

Hayek, F. A. (1966) *Monetary Theory and the Trade Cycle*. New York: Augustus M. Kelly, Publishers, Reprints of Economic Classics [1937].

Hayek, F.A. (1968) "Competition as a Discovery Procedure." In Hayek, F. A. (1978), *New Studies in Philosophy, Politics, Economy, and the History of Ideas*. London: Routledge and Kegan.

Hayek, F.A. (1978) *Denationalisation of Money. The Argument Refined*. London: Institute of Economic Affairs.

Helleiner, E. (1998) "National Currencies and National Identities." *American Behavorial Scientist*: 1409-36.

Infantino, L. (1998) *Individualism in Modern Thought: From Adam Smith to Hayek*. Routledge studies in social and political thought. London and New York: Routledge.

Jones, R. A. (1976) "The Origin and Development of Media of Exchange." *The Journal of Political Economy*, 84(4).

Katsiampa, P. (2017) "Volatility Estimation for Bitcoin: A Comparison of GARCH Models." *Economic Letters*, 158: 3-6

Kenen, P.B. (1969) "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View." In Mundell, R. A., Swoboda, A. K. (Eds.) *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press: 41-60.

Kiyotaki, N. and Wright, R. (1989) "On Money as a Medium of Exchange." *Journal of Political Economy*, 97(4), August.

Kiyotaki, N. and Wright, R. (1992) "Acceptability, Means of Payment, and Media of Exchange." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 16, September.

Klein, B. (1974) "The Competitive Supply of Money." *Journal of Money, Credit, and Banking*, Blackwell Publishing, 6(4), November.

Kumhof, M. and Noone, C. (2018) "Central bank Digital Currencies – Design Principles and Balance Sheet Implications." *Bank of England Staff Paper*, N° 725.

Kydland, F. and Prescott, E. C. (1977) "Rules rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans." *The Journal of Political Economy*, 85(3), June.

McKinnon, R. I. (1963) "Optimum Currency Areas." *The American Economic Review*, 53(4), September.

Menger, C. (1892) "On the Origin of Money." *Economic Journal*, 2: 233-55.

Mises, L. v. (1971 [1912]) *The Theory of Money and Credit*. Irvington on Hudson: The Foundation of Economic Education.

Mises, L. v. (2007) *Human Action: A Treatise on Economics*. 4th Rev. Ed. San Francisco: Fox & Wilkes.

Mundell, R. A. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas." *The American Economic Review*, 51(4), September.

North, D. P. (1991) *Institutions, Institutional Change and Economic Performance.* New York: Cambridge University Press.

North, D. P. and Weingast, B. R. (1989) "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth Century England." *The Journal of Economic History*, 44(4).

Ostroy, J. M. (1973) "The Informational Efficiency of Monetary Exchange." *The American Economic Review*, 63(4), September.

Rockoff, H. (1975) *The Free Banking Era. A Reexamination.* New York: Arno Press.

Rueff, J. (1945) *L'Ordre Social*. Paris : Sirey (2vol.).

Schnabel, I. and Shin, H. S. (2018) "Money and Trust: Lessons from the 1620s for Money in the Digital Age." *BIS Working Paper*, No. 698, February.

Simmel, G. (1907 [1978]) *Philosophie des Geldes.* Translation 1978: The Philosophy of Money. London: Routledge and Kegan Paul.

Sussman, N. (1993) "Debasements, Royal Revenues, and Inflation in France during the Hundred Years War, 1415-1422." *Journal of Economic History*, 53 (1): 44-70, March.

Tullock, G. (1989) *The Economics of Special Privilege and Rent Seeking*. Boston: Dordrecht.

Vaubel, R. (1984) “The Government’s Money Monopoly: Externalities or Natural Monopoly?” *Kyklos*, (37 (1): 27-58.

Wicksell (1965 [1898]) *Interest and Prices*. Translation by R. F. Kahn. New York: M. Kelley Publishers.

White L. H. (1984) *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800-1845.* Cambridge: Cambridge University Press.

Modéliser un mythe : le problème avec Diamond et Dybvig

par
George A. Selgin

George A. Selgin est Senior Fellow et directeur émérite du Cato Institute's Center for Monetary and Financial Alternatives, et l'auteur de nombreux livres et articles sur la théorie, l'histoire et la politique monétaires. Avant de rejoindre Cato, il a occupé des postes universitaires à l'Université George Mason, à l'Université de Hong Kong et à l'Université de Géorgie.

Y-a-t'il eu un travail théorique sur les banques plus influent que l'article de Douglas Diamond et Phillip Dybvig paru en 1983 dans le *Journal of Political Economy*, intitulé « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity » [Ruées bancaires, assurance des dépôts et liquidité][*]? Si c'est le cas, je ne vois pas lequel. Avec plus de 12 000 citations sur Google, cet article figure certainement parmi les plus cités en économie, sans parler de la sous-discipline de l'économie monétaire.

L'influence de cet article n'a pas non plus été purement académique. Loin de là : les décideurs politiques le citent régulièrement pour justifier l'intervention des pouvoirs publics dans le secteur bancaire et, en particulier, la mise en place d'un système national explicite de garantie des dépôts. Le fait que le nombre de pays ayant adopté de tels systèmes ait plus que quadruplé au cours des deux décennies qui ont suivi la parution de l'article — passant de 20 à 87 pays — doit très certainement quelque chose à l'influente publication de Diamond et Dybvig. Cette influence s'est aussi retrouvée dans la réflexion des experts du FMI et d'autres agences internationales qui ont présenté l'assurance des dépôts comme étant le meilleur remède aux crises bancaires[1]. Hélas pour Diamond et Dybvig et les citoyens des pays qui les ont suivis, on ne peut

[*] Ce texte est tiré de deux articles publiés sur le site *Alt-M : Ideas for an Alternative Monetary Future*, les 17 et 18 décembre 2020 : http://bit.ly/3ZwRhY1

[1] La multiplication des crises financières à l'étranger a sans doute également joué un rôle dans la popularité de l'assurance des dépôts. Toutefois, il convient de noter que les crises internationales de cette période étaient principalement des crises monétaires, impliquant des attaques spéculatives sur les taux de change fixes, plutôt que des crises bancaires au sens strict. Si l'assurance des dépôts peut stopper les ruées sur les banques ordinaires, elle ne peut généralement pas empêcher les ruées sur les banques par des personnes cherchant à acquérir de la monnaie nationale dans le but de la convertir en devises étrangères.

pas dire que les résultats pratiques de ces conseils d'experts aient été universellement bénins[2].

Aucune surprise en revanche à ce que le modèle Diamond-Dybvig soit devenu si populaire dans les cercles politiques. Pour de nombreux décideurs politiques (et pour plus d'un économiste), il démontre « rigoureusement » que les systèmes bancaires ordinaires (c'est-à-dire, à réserves fractionnaires) sont intrinsèquement instables et que l'assurance des dépôts, un prêteur en dernier ressort vigilant et efficace ou une autre forme d'intervention, comme celle consistant à limiter l'activité bancaire à la gestion des dépôts (*narrow banking*)[3], sont nécessaires pour les stabiliser. Demandez à un expert qui préconise l'une de ces solutions de vous prouver qu'elle est nécessaire, et il y a de fortes chances qu'il finisse par vous dire, en substance, « Voir Diamond et Dybvig (1983). » C.Q.F.D.

Il n'y a qu'un seul problème : Diamond et Dybig (1983) ne démontrent rien de tel.

Bien que j'aie l'intention de critiquer le modèle de Diamond-Dybvig plutôt que d'en faire l'éloge, je n'ai aucune envie pour autant de l'enterrer. Je suis tout à fait d'accord avec Ricardo Cavalcanti lorsqu'il écrit que ce modèle

> a constitué une avancée conceptuelle et méthodologique significative dans l'étude des accords bancaires. Sa contribution méthodologique a été l'utilisation de la théorie du *mechanism design* plutôt que l'ancienne stratégie, encore répandue dans les manuels et dans certaines

[2] Voir Deniz Anginer et Asli Demirguc-Kunt (2018), "Bank Runs and Moral Hazard: A Review of Deposit Insurance," Policy Research WP 8589, World Bank Group.

[3] John H. Cochrane (2014), "Toward a Run-free Financial System," chapter 10 in Martin Neil Baily, John B. Taylor, eds., *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, Hoover Press.

macroéconomies, consistant à plaquer un secteur bancaire sur un modèle d'échanges marchants[4].

En effet. Si le modèle de Diamond et Dybvig est si souvent cité, c'est en partie parce qu'il a été critiqué et affiné à maintes reprises, chaque critique et chaque amélioration ajoutant, ne serait-ce qu'un tout petit peu, à notre compréhension des véritables causes des crises bancaires systémiques[5]. Ce n'est donc pas Diamond et Dybvig en soi que je critique. Je m'attaque à ceux qui prétendent que leur modèle fournit des raisons suffisantes pour l'intervention du gouvernement dans le secteur bancaire. La vérité, mise en lumière depuis longtemps par les experts, et qu'il n'en est rien et j'expliquerai ici pourquoi.

Quand la légende devient réalité…

Dans « The Man Who Shot Liberty Valence », le western de 1962 de John Ford, Jimmy Stewart joue le rôle d'un éminent sénateur américain, Ranse Stoddard, qui vient de revenir dans la ville frontalière qu'il avait quittée 25 ans plus tôt. Maxwell Scott, rédacteur en chef du journal de la ville, veut connaître son histoire. Stoddard le régale de ses nombreuses réalisations depuis son départ, mais Scott, entre-temps, entend la rumeur selon laquelle le jeune Stoddard a tué le méchant de la ville lors d'une fusillade. La rumeur s'avère fausse (c'est John Wayne qui l'a fait). Mais cela n'empêche pas Scott de décider que la rumeur est plus intéressante que les véritables exploits de Stoddard. « C'est l'Ouest,

[4] Ricardo de O. Cavalcanti (2010), "Inside-Money Theory after Diamond and Dybvig", *Economic Quarterly*, Vol. 96, N° 1, 59–82.

[5] L'espace et le temps m'empêchent de mentionner la plupart de ces écrits inspirés de Diamond et Dybvig, et encore moins de leur rendre justice : si certaines des critiques que je formule ici à l'encontre de l'effort initial de Diamond et Dybvig s'appliquent à bon nombre de ces autres travaux, il est loin d'être vrai que toutes mes critiques s'appliquent à chacun d'entre eux. Cela est particulièrement vrai pour les articles qui soulignent eux-mêmes les problèmes de l'analyse de Diamond et Dybvig, même s'ils conservent et développent nombre de ses caractéristiques.

monsieur », dit-il au sénateur dépité après avoir déchiré ses notes. « Lorsque la légende devient un fait, il faut imprimer la légende ».

Le secteur bancaire a lui aussi ses légendes. Et, du moins aux États-Unis, ces légendes ont plus en commun avec les films de John Ford qu'on ne pourrait le croire. En effet, elles sont elles aussi, du moins en partie, des légendes de l'ancien Ouest, qui, outre ses bandits armés et ses fusillades régulières, comptait des banques prédatrices [6] (*wildcat banking*) sans foi ni loi et des *shinplasters* [papier-monnaie de très faible dénomination pour pallier la pénurie de pièces] sans valeur.

C'est du moins ce que l'on nous dit. Or, tout comme les fusillades étaient en fait rares y compris à Dodge City[7], de nombreuses études ont montré que les banques prédatrices l'étaient tout autant[8]. Cela ne veut pas dire qu'il n'y a pas eu de ruées sur des banques ou de faillites bancaires : il y en a eu beaucoup. Mais c'est en vain que l'on cherchera leur cause dans le fait que les dépôts bancaires d'avant la guerre civile n'étaient pas garantis, ou dans le fait que les banques ne détenaient que des réserves fractionnaires, ou encore dans l'absence, après 1836, d'une banque centrale, ou encore dans l'absence de toute réglementation bancaire. Au contraire, même s'il y eut des lois très malencontreusement nommées « lois sur la liberté bancaire » qui pourraient faire croire à un vide réglementaire, la plupart des faillites bancaires de l'époque sont imputables à une réglementation irresponsable qui les empêchait, notamment, de créer des succursales

[6] NDLR : Nous traduisons ainsi l'expression anglaise de « wildcat banking » ou « wildcat bank ». L'expression désigne des banques qui sont établies dans l'optique de faire un maximum de profit puis de faire faillite.

[7] Terry L. Anderson et P.J. Hill (1979) "An American Experiment in Anarcho-Capitalism: The Not So Wild, Wild West," *Journal of libertarian studies*, Vol. 3, N°1, 9-29.

[8] Gerald P. Dwyer Jr., "Wildcat Banking, Banking Panics, and Free Banking in the United States", *Economic Review*, Vol. 81, Nos. 3-6, 1996, George A. Selgin (2021) "The Fable of the Cats", *Alt-M*, July 6 at https://www.alt-m.org/2021/07/06/the-fable-of-the-cats/

ou les contraignait à investir dans des titres douteux pour pouvoir émettre de la monnaie.

Pourtant, le mythe selon lequel les banques ont fait faillite en masse avant la guerre civile parce qu'elles n'étaient pas assez réglementées persiste. Comme je l'ai fait remarquer dans un précédent essai[9], cela s'explique en partie par le fait que de nombreuses personnes supposent naïvement que si les autorités gouvernementales appellent quelque chose « banque libre », c'est forcément le cas. C'est aussi parce qu'une histoire qui décrit des banques adoptant un comportement « prédateur » est bien plus excitante à lire que celle de la masse des échecs, moins romanesques mais non moins malheureux, des banques libres. Le « wildcat banking » est à l'histoire de la banque ce que O.K. Corral et Wild Bill Hickok sont à l'histoire du Far West.

Si les gens adhèrent aujourd'hui encore au mythe de la banque prédatrice, rien de surprenant à ce que Diamond et Dybvig y aient eux aussi adhéré en 1983, à une époque où les travaux des historiens de l'économie n'étaient pas encore largement appréciés, même parmi les économistes. Toutefois, il est plus probable que leur hypothèse selon laquelle les banques sont intrinsèquement sujettes aux défaillances ait été alimentée par un autre mythe : celui des ruées et des faillites bancaires du début des années 1930, et en particulier de la crise bancaire systémique qui s'est déroulée fin février et début mars 1933[10].

---

[9] George A. Selgin (2015), « Real and Pseudo Free Banking," *Alt-M*, 23 juillet, at https://www.alt-m.org/2015/07/23/real-pseudo-free-banking/

[10] Pour motiver leur article, Diamond et Dybvig mentionnent eux-mêmes les faillites de Hartford Federal Savings and Loan (février 1982) et de l'Abilene National Bank of Texas (juillet 1982), ainsi que les pertes importantes subies par les déposants non assurés lors de la faillite de la Penn Square Bank de l'Oklahoma (juillet 1982). Il est notoire que la Penn Square a fait faillite parce qu'elle avait consenti toutes sortes de mauvais prêts. L'Abilene National Bank était l'un des principaux correspondants de la Penn Square Bank, qui a fait l'objet d'une ruée lorsque l'on a appris qu'elle avait subi d'importantes pertes sur prêts. Enfin, la Hartford Federal a fait l'objet d'une ruée après que le

Ayant déjà abordé ce « grand mythe bancaire américain » ailleurs[11], je me contenterai d'observer ici que, tout comme Hugh Rockoff, Arthur Rolnick et Warren Weber ont commencé à démolir le mythe des banques prédatrices de l'antebellum à partir du milieu des années 1970, d'autres, dont Barry Wigmore et Elmus Wicker, ont examiné de près les crises bancaires des années 1930 et ont constaté que les craintes autoréalisatrices d'insolvabilité des banques y ont joué un rôle beaucoup plus limité que d'autres ne l'avaient supposé[12]. Wigmore, en particulier, a soutenu de manière assez convaincante que la ruée de 1933 était une « ruée sur le dollar », ce qui signifie qu'au lieu de penser que toutes les banques encore debout étaient sur le point de faire faillite, les gens craignaient qu'une fois devenu président FDR dévaluerait le dollar. Ils ont ainsi pu acquérir de l'or en organisant une ruée sur les banques de la Réserve fédérale et, en fin de compte, sur la Federal Reserve Bank de New York, qui détenait la plus grande partie de l'or du système. C'est parce que la Fed de New York manquait d'or qu'elle a finalement incité le gouvernement à déclarer la fermeture temporaire de toutes les banques (*bank holiday*) à l'échelle nationale.

Hartford Current ait rapporté, à juste titre, qu'elle avait « perdu un montant record de 7,3 millions de dollars en 1981 et qu'elle prenait maintenant des mesures draconiennes pour rester à flot ». La panique pure n'a joué aucun rôle évident dans ces retraits, tandis que l'assurance des dépôts n'a pas réussi à empêcher le dernier d'entre eux. En résumé, si Diamond et Dybvig ont pu être inspirés par ces épisodes, on ne peut pas dire que leur célèbre article permette de les mieux comprendre.

[11] George A. Selgin (2019), "Warren Mosler and the Great American Banking Myth," *Alt-M*, 3 décembre, at http://bit.ly/40azneG

[12] Hugh Rockoff (1074), "The Free Banking Era: A Reexamination," *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 6, N°2, 141-167. Arthur J. Rolnich et Warren E. Weber (1984), "The Causes of Free Bank Failures: A Detailed Examination," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 14, N°3, 267-291. Barrie A. Wigmore (1987), "Was the Bank Holiday of 1933 Caused by a Run on the Dollar?" *Journal of Economic History*, Vol. 47, N03, 739-755. Elmus Wicker (2000) *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge University Press.

Hélas, la littérature théorique sur les paniques bancaires, y compris l'article fondateur de Diamond et Dybvig, semble davantage reposer sur des mythes tenaces concernant les banques aux États-Unis que sur une étude bien informée de l'expérience bancaire américaine, et encore moins de l'expérience d'autres pays. « Il ne semble pas exagéré », observent Gary Gorton et Andrew Winton dans leur chapitre du *Handbook on the Economics of Finance* sur « l'intermédiation financière » (Elsevier 2003), « de dire que la plupart des travaux théoriques sur les paniques ont été motivés par l'expérience américaine, qui a ensuite été généralisée de manière incorrecte. Les paniques ne sont tout simplement pas une caractéristique de la plupart des économies bancarisées ». Ce que Gorton et Winton auraient dû dire plus précisément, c'est que les travaux théoriques en question ont été exclusivement motivés par *des interprétations erronées* de l'expérience américaine.

En bref, lorsque Diamond et Dybvig ont entrepris de rédiger leur célèbre article, les légendes bancaires américaines cédaient rapidement la place aux faits. Pourtant, comme Maxwell Scott face au sénateur Stoddard, Diamond et Dybvig ont imprimé, involontairement, la légende. Ou plutôt, ils ont modélisé la légende et le *Journal of Political economy* l'a imprimée.

Le modèle de base de Diamond-Dybvig

Ce n'est pas que la modélisation de la légende ait été facile. Au contraire, il n'a pas été facile de trouver un modèle d'économie raisonnablement gérable dans lequel une « banque » remplit une fonction essentielle tout en étant presque certaine de faire faillite (ce n'est pas pour rien que leur article a été publié dans le JPE). En effet, la véritable leçon tirée de l'exercice Diamond-Dybvig ne pourrait être plus éloignée de celle que beaucoup en tirent, en particulier s'ils ne connaissent pas les nombreuses études qu'il a inspirées. La leçon à tirer de l'exercice est la suivante : s'il est possible de créer un modèle où les banques succombent facilement à la panique, il est pratiquement

impossible d'en créer un où ces mêmes banques ressemblent aux banques du monde réel.

Pour comprendre pourquoi, nous devons d'abord nous attaquer au modèle de Diamond-Dybvig (D-D, en abrégé). Ayant fait de mon mieux pour expliquer ce modèle ailleurs, je me contenterai de répéter cet effort ici.

> L'économie du modèle D-D commence avec N consommateurs, tous dotés de la même quantité de l'unique bien de consommation de l'économie, par exemple, ... un boisseau de maïs. Il y a trois périodes, 0, 1, 2 — une période de « semences », une période « intermédiaire » et une période de « récolte ». Un boisseau de maïs planté à la période 0 produit R > 1 boisseaux à la période 2, mais seulement un boisseau à la période 1. Étant donné que les consommateurs peuvent rencontrer des situations d'urgence au cours de la période 1, l'investissement dans la production de maïs est risqué. Les consommateurs malchanceux — appelés investisseurs de « type 1 » — devront liquider leurs investissements en maïs prématurément, réalisant ainsi un rendement net de zéro. En revanche, les consommateurs chanceux de « type 2 » peuvent se permettre de retarder leur consommation jusqu'à la récolte, bénéficiant ainsi d'un rendement positif. Tous les consommateurs se sentent toutefois vulnérables à partir de la période 0, car ils ne connaissent leur type qu'à partir de la période 1.
>
> Selon Diamond et Dybvig, une banque est un dispositif qui permet un partage optimal des risques en mettant en commun les investissements et en répartissant les rendements anticipés entre les consommateurs de type 1 et de type 2. En supposant que la fraction, t, des consommateurs de type 1 est inférieure à un, le partage des risques prend la forme de contrats de dépôt (non transférables) donnant aux déposants le droit à un paiement prédéfini de r1 boisseaux de maïs par boisseau déposé à la période 0 et retiré à la période 1 (R > r1 > 1) et à un paiement résiduel de r2 (< R) boisseaux de maïs par boisseau déposé à la période 0 pour les retraits de la période 2, où r2 représente une part au prorata du maïs récolté à la période 2. Un « bon » équilibre bancaire avec un partage optimal des risques se produit lorsque les contrats de dépôt sont utilisés et que les consommateurs de type 2 se comportent comme des consommateurs de type 2, en retardant leurs retraits jusqu'à la récolte.
>
> Malheureusement, Diamond et Dybvig démontrent que ce « bon » équilibre n'est qu'une possibilité parmi deux. Un « mauvais » équilibre peut

également se produire dans lequel les agents de type 2 paniquent et se joignent aux agents de type 1 pour retirer leurs dépôts prématurément. Étant donné que le modèle D-D suppose une seule banque, de tels retraits dus à la panique sont l'équivalent d'une panique générale dans un système multi-bancaire. Une panique ruine l'accord de partage des risques car, avec r1> 1, la valeur des actifs de la banque à la période 1 (= N boisseaux de maïs) est inférieure à la valeur de remboursement des dépôts bancaires promise pour la période 1 (qui est de N *x* r1). En supposant qu'une « contrainte de service séquentielle [premier arrivé, premier servi] » soit en vigueur, les déposants qui récupèrent leurs dépôts initiaux plus les intérêts à la période 1 laissent les autres avec un avoir inférieur à leur dépôt initial. Il s'ensuit que « tout ce qui amène [les consommateurs de type 2] à anticiper une ruée entraînera une ruée », y compris des événements aléatoires intrinsèquement non pertinents tels que les taches solaires.

À première vue, le modèle D-D semble répondre à toutes les exigences d'un modèle rigoureux de panique bancaire. Il commence par une économie dans laquelle des besoins de consommation incertains coexistent avec une technologie de production qui nécessite des investissements illiquides. Dans cet environnement, une « banque » peut améliorer la situation de tous en permettant aux consommateurs de mettre en commun leurs investissements pour partager le risque de devoir consommer prématurément. Mais l'assurance offerte par les banques les rend vulnérables aux mouvements de panique. En cas de panique, l'assurance ne fonctionne plus et, au lieu d'être avantagés, certains déposants — ceux qui tardent à encaisser leurs dépôts — sont perdants et gagnent moins qu'ils ne l'auraient fait en se débrouillant seuls.

Mais il y a un problème. Dans la version simple que nous venons de décrire, le modèle D-D propose en fait une solution contractuelle simple au problème des retraits massifs : puisque la valeur de t — la fraction des déposants impatients de type 1 — est connue, au lieu d'autoriser des retraits illimités, la banque peut inclure des clauses dans ses contrats de dépôt lui permettant de « suspendre » les paiements de la première période dès que la part des dépôts retirés atteint t. En garantissant aux déposants patients de type 2 qu'ils recevront toujours le rendement promis, l'option de suspendre les paiements élimine leur incitation à la

panique, ce qui exclut le « mauvais équilibre » avec ruée vers la banque. Étant donné que l'option de suspension améliore la situation de tous, elle constitue une solution de marché libre au problème des paniques bancaires. Il s'avère donc que la banque de référence de Diamond-Dybvig n'est pas intrinsèquement instable après tout.

« L'incertitude générale » et les arguments en faveur de l'intervention

Mais Diamond et Dybvig montrent qu'une modification mineure et parfaitement plausible de leur modèle de base suffit à rendre la solution qui passe par la suspension des retraits moins qu'optimale. Il suffit pour cela de dire que, au lieu d'être connue avec certitude, la fraction des déposants de type 1 est une variable aléatoire. La banque doit dès lors estimer la valeur de t et, si elle la sous-estime, elle suspendra les paiements même lorsqu'aucun déposant de type 2 ne panique, et avant que tous ses déposants de type 1 n'encaissent leur argent. Les déposants de type 1 laissés pour compte subissent alors une perte de bien-être par rapport au cas d'un « bon » équilibre sans suspension. Il s'ensuit que dans une situation d' « incertitude générale » (c'est-à-dire, lorsque la valeur de l'ensemble des retraits de type 1 est incertaine), les accords de dépôt qui autorisent la suspension peuvent ne pas être suffisamment attrayants pour constituer une solution viable, sur le marché libre, au problème des paniques.

Le gouvernement, en revanche, peut faire quelque chose pour arrêter les paniques — c'est du moins ce qu'affirment Diamond et Dybvig. « L'assurance des dépôts par l'État, écrivent-ils, peut conduire à des allocations meilleures que celles que nous donnent les marchés privés en garantissant que le rendement promis sera payé à tous ceux qui se retirent ». En profitant de son pouvoir de taxation, en s'engageant à taxer les clients des banques qui retirent leurs dépôts au cours de la période 1, à un taux basé sur la valeur réalisée de l'ensemble des retraits, l'État peut réduire le rendement après impôt auquel les clients de type 2 peuvent s'attendre s'ils paniquent. L'assurance peut donc, dans une situation d'incertitude générale, atteindre la même structure de

rendement qui évite les paniques que celle que les contrats de suspension ne peuvent atteindre que lorsque la part des déposants de type 1 est connue.

Cela ne veut pas dire que l'assurance des dépôts est la seule solution possible. Diamond et Dybvig affirment qu'une action appropriée de la banque centrale peut également empêcher les retraits massifs. La Fed, par exemple, pourrait « fournir un service similaire à l'assurance des dépôts » en utilisant ses facilités de prêt en dernier recours pour « acheter des actifs bancaires ... à des prix supérieurs à leur valeur de liquidation. Si les taxes et les transferts sont fixés à des niveaux identiques à ceux de l'assurance-dépôts optimale, l'effet serait le même ».

Ce qui est bon pour les uns doit être bon pour les autres

Un demi-siècle après les faits, la version « incertitude générale » du modèle D-D semblait enfin offrir une preuve solide de l'instabilité inhérente aux banques ordinaires, ainsi qu'une base tout aussi solide pour la mise en place par l'État d'une assurance des dépôts. Cependant, à peine les inspecteurs ont-ils commencé à pointer leurs lampes sur cette structure réputée solide que ses profondes faiblesses sont apparues.

La première faiblesse a été identifiée au sein de l'argumentaire de Diamond et Dybvig en faveur de l'assurance des dépôts. Cet argumentaire repose en effet sur une hypothèse explicite : la contrainte dite de « service séquentiel » qui impose à leur banque de répondre aux demandes de ses déposants selon le principe du « premier arrivé, premier servi ». Cette contrainte est importante car en son absence (et donc, si la banque pouvait retarder le paiement de ses clients jusqu'à ce qu'elle ait reçu toutes leurs demandes de retrait), une banque de type Diamond-Dybvig pourrait subordonner ses paiements de la période 1 au total des retraits de la période 1. Cela exclurait toute possibilité de panique, même en présence d'une incertitude générale, et permettrait d'obtenir une structure des rendements espérés identique à celle qu'elle obtient lorsqu'elle peut utiliser la menace de suspension des retraits et

qu'il n'y a pas d'incertitude générale (c'est-à-dire lorsque la proportion, t, des déposants qui vont retirer leurs fonds à la période 1 est connue).

Le problème de l'argumentaire de Diamond et Dybvig en faveur de l'assurance des dépôts est qu'il exempte implicitement et de manière illogique les autorités gouvernementales de cette contrainte de service séquentiel qu'il impose à la banque « D-D ». Pour que la solution de l'assurance des dépôts soit viable, il faut en effet que les autorités gouvernementales soient en mesure d'assurer la continuité du service. Pour cela, le gouvernement doit pouvoir recueillir toutes les demandes de paiement de la période 1, puis présenter aux demandeurs leurs factures fiscales (optimales) avant qu'ils ne retirent effectivement des fonds. Dans le cas contraire, des retraits non désirés viendraient réduire les rendements de la période 2 en interrompant le processus de production. En d'autres termes, pour que l'assurance des dépôts fonctionne correctement, le gouvernement doit avoir le droit de faire ce qui est refusé à la banque. Bien que Diamond et Dybvig aient admis que leur argument en faveur de l'assurance des dépôts repose de façon cruciale sur cette « asymétrie », ils n'ont jamais pris la peine de la justifier. Ils s'exposaient de la sorte à l'accusation portée contre eux par Neil Wallace qui leur reproche de ne pas « prendre au sérieux » la contrainte de service séquentiel de leur modèle[13].

Cette accusation suggère à son tour deux alternatives évidentes. La première — imposer la contrainte de service séquentiel au gouvernement et à la banque — invaliderait le mécanisme assurantiel de Diamond et Dybvig. La seconde — exempter le gouvernement et la banque — rendrait ce mécanisme inutile puisque la banque aurait la capacité de proposer une solution contractuelle sur le marché privé en dépit de l'incertitude générale. Comme l'expliquent Hu McCulloch et

[13] Neil Wallace (1988), "Another Attempt to Explain an Illiquid Banking System: The Diamond and Dybvig Model With Sequential Service Taken Seriously," *Quarterly Review of the Federal Reserve Bank of Minneapolis*.

Min-Teh Yu[14], étant donné que la « taxe » impliquée dans le système d'assurance de Diamond et Dybvig n'est en réalité qu'une « redistribution entre les personnes qui effectuent des retraits à la période 1 et celles qui n'en effectuent pas », une fois que la banque « D-D » est libérée de la contrainte de service séquentiel, elle peut s'arranger pour mettre elle-même en œuvre la même « taxe » par contrat.

Aussi fatale que soit l'observation de McCulloch et Yu pour l'argument de Diamond et Dybvig, elle sous-estime encore la faiblesse de cet argument car celui-ci repose également sur l'hypothèse d'une technologie de production unique et sans risque. Comme Diamond et Dybvig le reconnaissent eux-mêmes, parce qu'elle « fait abstraction du choix du risque du portefeuille de prêts bancaires », l'hypothèse d'une technologie de production unique et sans risque permet d'éviter le fameux problème de l'aléa moral[15].

Or Denise Hazlett[16] a bien montré que lorsque la banque « D-D » a la possibilité d'investir dans des actifs risqués ou sans risque, la balance peut facilement pencher en faveur du laissez-faire. Hazlett explique cela clairement en faisant abstraction de l'incertitude générale. Certes, cette nouvelle possibilité fait que le système d'assurance de Diamond-Dybvig devient viable même avec une exigence de service séquentielle généralisée. Mais, comme nous l'avons vu, cela fait également de la suspension de la convertibilité la meilleure solution au problème des ruées bancaires. Le système assurantiel, en revanche, n'est pas une si bonne solution, car bien qu'il décourage les ruées bancaires, il encourage également à une prise de risque excessive. Il est vrai, comme

---

[14] J. Huston McCulloch et Min-The Yu (1998) “Government Deposit Insurance and the Diamond-Dybvig Model,” *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, Vol. 23, N°2 139-149.

[15] Voir “The Moral Hazard Implications of Deposit Insurance: Theory and Evidence,” Patricia A. McCoy, February 18, 2007.

[16] Hazlett, D., “Deposit insurance and regulation in a Diamond-Dybvig banking model with a risky technology,” *Econ Theory*, 9, 453–470 (1997). https://doi.org/10.1007/BF01213849

le rappelle Hazlett, que certaines réglementations pourraient venir limiter ce problème d'aléa moral auquel est confronté le mécanisme assurantiel, mais cela aurait aussi pour effet de rendre l'assurance moins efficace dans sa lutte contre les ruées.

Les capitalistes à la rescousse

Le fait que l'argument de Diamond et Dybvig en faveur de l'assurance des dépôts ne soit pas défendable n'élimine pas en soi leur principale conclusion, à savoir que les accords privés ne peuvent pas garantir un résultat bancaire optimal lorsqu'il existe une incertitude générale et que les retraits sont accordés selon le principe du « premier arrivé, premier servi ». Mais cette conclusion dépend de façon cruciale de plusieurs caractéristiques étranges de la « banque » qu'ils ont imaginée.

L'une de ces particularités est le contrat de « dépôt à vue » de la banque Diamond-Dybvig. Comme le souligne Kevin Dowd[17], ce contrat diffère des contrats de dépôt bancaire que l'on a dans le monde réel en cela qu'il traite les déposants patients (ceux de type 2) comme des ayant droits résiduels, même lorsqu'ils ne paniquent pas. Par ailleurs, la banque Diamond-Dybvig ne recourt pas au financement par fonds propres au sens où on l'entend habituellement. Au lieu de cela, ses engagements sont des « hybrides » de dettes et de fonds propres. La « banque » elle-même est donc en quelque sorte un croisement entre une banque réelle et un fonds commun de placement.

Cette différence entre une banque Diamond-Dybvig et une banque réelle s'avère être plus qu'un simple raccourci technique. En effet, la question de fond est de savoir si les banques du monde réel, et pas seulement les institutions hybrides et entièrement imaginaires que l'on trouve dans l'article de Diamond et Dybvig et dans la plupart des études ultérieures qui s'en inspirent, sont intrinsèquement sujettes à l'échec ; et il s'avère que les banques du monde réel — qui s'appuient à la fois sur

17 Kevin Dowd (1992) "Models of Banking Instability: A Partial Review of the Literature," *Journal of Economic Surveys*, Vol.6, N°2, 107-132.

le financement par l'emprunt et par les fonds propres au lieu d'un hybride des deux — sont moins susceptibles de présenter le « mauvais » équilibre que ne l'est la banque de type Diamond-Dybvig. Elles pourraient même ne jamais se retrouver dans cette situation.

Pour comprendre pourquoi, il suffit, comme Dowd le démontre ailleurs[18], de supposer que, outre les consommateurs de type 1 et de type 2, le monde est peuplé d'autres personnes — appelons-les « capitalistes » — qui sont suffisamment bien dotées pour pouvoir investir K unités de capital sans le moindre risque de vouloir les consommer à T = 1. Supposons qu'ils le fassent en achetant des actions dans une « banque » qui est par ailleurs la même que celle modélisée par Diamond et Dybvig. Dowd montre qu'une telle banque, avec son ensemble distinct de créanciers résiduels « purs », pourrait s'avérer attrayante pour les capitalistes. Plus important encore, elle serait certainement plus attrayante pour les déposants qu'une banque D-D ordinaire, car elle rendrait les retraits à la fois moins probables et moins préjudiciables pour eux s'ils se produisaient.

La possibilité d'une ruée sur une banque D-D survient, observe Dowd, parce que les déposants de type 2 savent qu'ils pourraient subir des pertes si un trop grand nombre d'autres déposants retiraient leur argent au cours de la période 1. Mais si K est suffisamment grand — plus précisément[19], si $K \geq (r1 - 1)$ — les déposants de type 2 n'auraient absolument aucune raison de craindre des pertes et de se retirer

[18] Kevin Dowd (2000) “Bank capital adequacy versus deposit insurance,” *Journal of financial services research*, 17 (1). pp. 7-15.

[19] Cette condition, note Dowd, « est une condition suffisante pour exclure les paniques, mais elle n'est pas nécessaire... Alors que les déposants préféreraient évidemment être aussi rassurés que possible, une base de capital plus élevée signifie un rendement plus faible sur les fonds propres de la banque, toutes choses égales par ailleurs, et un rendement plus faible sur les fonds propres de la banque rend les fonds propres eux-mêmes plus difficiles à attirer. ...[L]e niveau optimal de fonds propres sera un compromis entre l'assurance qu'il donne aux déposants et le coût des fonds propres eux-mêmes ».

prématurément. En bref, les capitalistes peuvent faire ce que ni l'assurance des dépôts ni la possibilité de suspendre les paiements ne sont capables de faire : ils peuvent garantir un « bon » équilibre malgré la présence d'une incertitude générale.

Prise en compte de la monnaie émise par les banques

Une autre particularité des « banques » de type Diamond-Dybvig est que, contrairement aux banques du monde réel, elles n'offrent pas de services de paiement. En effet, comme le notent Gary Gorton et Andrew Winton[20], il n'existe aucun moyen de paiement ou d'échange distinct dans le modèle Diamond-Dybvig et dans la plupart de ses variantes. En particulier, « [i]l n'y a pas d'achat de biens de consommation en utilisant les engagements bancaires comme monnaie. Dans le modèle, la banque est, en fait, également le magasin ». Dans le monde réel, au contraire,

> les consommateurs achètent des biens avec des engagements bancaires sans avoir besoin de retourner à la banque pour retirer de l'argent. C'est l'essence même d'un moyen d'échange. Et c'est ainsi que fonctionnent les billets de banque et les dépôts bancaires. Si le lissage de la consommation et le désire d'assurer une consommation sont probablement des caractéristiques importantes de la réalité, il n'est pas certain que le lissage de la consommation soit réellement un moyen d'échange significatif pour les engagements bancaires.

Ici encore, la particularité de la banque Diamond-Dybvig n'est pas anodine. C'est uniquement grâce à cette particularité que l'on ne peut pas compter sur la suspension des paiements pour obtenir un résultat bancaire optimal face à l'incertitude générale.

Le problème de la suspension dans la version d'incertitude générale du modèle D-D est qu'elle peut contrecarrer les plans de consommation des consommateurs de type 1 : si la banque sous-estime *t*, elle suspendra les paiements même s'il n'y a pas de ruée vers la banque, laissant certains clients impatients dans le froid : parce que la banque est leur

[20] Gorton, Gary B. and Winton, Andrew, "Financial Intermediation" (May 2002). NBER Working Paper No. w8928, at https://ssrn.com/abstract=311424

seule source de « maïs », ils sont obligés de s'en passer. « Une suspension des paiements dans le modèle D-D, note-t-on ailleurs, a le même effet que la fermeture de tous les points de vente de biens réels dans une véritable économie »[21].

En revanche, la suspension des retraits par une banque dans le monde réel n'empêche pas nécessairement les clients de la banque d'acquérir des biens de consommation. Dans la réalité, les biens sont vendus par des producteurs et des commerçants distincts. Les banques, pour leur part, utilisent l'épargne qui leur est confiée pour financer ces marchands et ces producteurs, mais ne produisent ni ne vendent elles-mêmes aucun bien. Cependant, leurs « billets » peuvent être utilisés pour acheter des biens, et pas seulement pour récupérer les fonds déposés. En d'autres termes, ils servent de moyens de paiement. Il s'ensuit que, lorsqu'une banque du monde réel suspend ses paiements, bien qu'elle empêche ses créanciers de les encaisser, elle ne les empêche pas nécessairement de faire des achats. Tant que les commerçants restent disposés à recevoir à leur valeur nominale des reconnaissances de dettes provenant de la banque qui a suspendu les paiements, la suspension peut contrecarrer une ruée sans limiter pour autant la capacité des déposants impatients à consommer leur épargne.

Pour illustrer ce point, j'ai construit il y a quelques années une version alternative du modèle D-D standard, conçue pour permettre à un moyen d'échange non bancaire, que j'appelle « l'or », de jouer un rôle[22]. Pour rendre l'or utile, je suppose que les N consommateurs de l'économie n'ont pas de dotation en maïs à la période 0, mais qu'ils sont dotés d'une once d'or chacun. J'ajoute ensuite des « marchands de maïs » dans cette économie, les dotant d'un stock d'au moins N boisseaux de maïs, mais pas d'or. Les consommateurs et leur banque doivent acheter du maïs aux marchands de maïs, qui sont supposés le vendre à un prix « mondial » donné d'une once d'or par boisseau. Enfin, je suppose que

[21] Selgin, G. “In Defense of Bank Suspension,” *J Finan Serv Res* 7, 347–364 (1993). https://doi.org/10.1007/BF01046928

[22] Cf. note supra.

les marchands de maïs, comme les déposants bancaires de type 2, sont des consommateurs « patients ».

Je considère ensuite deux cas. Dans le premier, une technologie de paiement « or seulement » prévaut. Dans le second, des engagements bancaires « échangeables » peuvent remplacer l'or (des billets). Je montre ensuite que, dans le cas de l'or uniquement, tous les résultats du modèle D-D original sont reproduits, y compris la conclusion selon laquelle, en cas d'incertitude générale, la suspension peut nuire aux consommateurs de type 1. La différence est que ce résultat est dû, non pas au « fait que tous les "biens" sont enfermés dans les coffres des banques », mais au fait que les agents de type 1 ne peuvent pas échanger leurs crédits de dépôt bancaire directement contre du maïs disponible. Je note que cette différence rend ma version « plus cohérente avec les "faits stylisés" des crises bancaires historiques, qui ont généralement impliqué des pénuries d'argent mais pas de biens de consommation ». La fermeture des banques nationales en 1933 (*bank holiday*) en est un exemple notoire[23].

Le deuxième cas que j'examine diffère du premier uniquement en ce qu'il permet d'échanger directement les dépôts bancaires contre du maïs. Les consommateurs impatients peuvent alors proposer d'échanger leurs dépôts bancaires directement contre le maïs des commerçants, ces derniers rejoignant alors les rangs des autres déposants de type 2. Je montre que ce modèle modifié reproduit également les résultats du modèle original de Diamond et Dybvig, mais avec une différence cruciale : la suspension ne nuit plus aux consommateurs de type 1 qui peuvent continuer à échanger leurs dépôts contre du maïs, comme ils le feraient s'il n'y avait pas eu de suspension. La « patience » des commerçants suffit à garantir ce résultat, car elle les dispose à détenir des dépôts bancaires suspendus

[23] Cf. George Selgin, “The New Deal and Recovery: Part 6 – The National Bank Holiday”, *Alt-M*, 28 juillet 2020. https://www.alt-m.org/2020/07/28/the-new-deal-and-recovery-part-6-the-national-bank-holiday/

tout comme les déposants de type 2, de sorte qu'ils n'ont aucune raison de refuser les paiements qui prennent la forme de tels dépôts.

Alors que les conséquences de la fermeture forcée des banques (*bank holiday*) de 1933 ressemblent à celles de la suspension dans la version « or seulement » de mon modèle D-D modifié, les « restrictions » de paiement qui lui ont été antérieures et mises en place par des chambres de compensation bancaires privées se rapprochaient davantage de la suspension sans danger de la version avec monnaie bancaire négociable. En effet, les chambres de compensation privées et les banques qui en étaient membres continuaient à traiter les chèques, et les banques et les chambres de compensation émettaient toutes deux du papier monnaie « faible » en remplacement de l'or et du papier-monnaie fort de la banque centrale. Pendant le « bank holiday » de 1933, en revanche, les banques ont été complètement fermées et les chambres de compensation n'avaient plus le droit d'émettre de la monnaie « d'urgence ». En d'autres termes, il semble qu'au lieu d'illustrer les défauts inhérents à la suspension en présence d'une incertitude générale, les dommages causés par le « bank holiday » illustrent plutôt les inconvénients potentiels d'une suspension des paiements imposée par le gouvernement par rapport au type de suspension le plus probable lorsqu'il est décidé librement par les acteurs du système bancaire.

Une théorie qui ne peut être testée

Il n'est pas surprenant que les prédictions du modèle Diamond-Dybvig semblent plus cohérentes avec ce qui s'est passé aux États-Unis fin février et début mars 1933 qu'avec ce qui s'est passé ailleurs au cours de cette décennie, ou aux États-Unis à d'autres moments. Comme je l'ai indiqué au début de mon analyse, Diamond et Dybvig se sont très certainement inspirés de cet épisode américain particulier.

Il ne s'ensuit pas pour autant que les implications du modèle D-D soient *incompatibles* avec d'autres épisodes, notamment ceux de

l'Écosse, du Canada et d'autres pays[24] où, pendant de longues périodes, l'absence d'assurance-dépôts ou de prêteur en dernier ressort est allée de pair avec une absence presque aussi complète de ruées sur les banques et de paniques. Il en est ainsi pour la simple raison que le modèle D-D est empiriquement vide : selon lui, les paniques sont des événements aléatoires. En effet, comme l'ont souligné Andrew Postlewaite et Xavier Vives [25], il s'agit forcément d'événements aléatoires, car personne ne placerait de l'argent (ou du « maïs » !) dans une banque D-D en sachant qu'une panique est imminente.

Ainsi, bien que des paniques soient possibles dans le modèle, leur occurrence n'est pas une nécessité. La différence entre l'expérience bancaire des États-Unis et celle, par exemple, du Canada des années 1930 ne pose donc aucun problème : le Canada a simplement eu de la chance (tout comme, apparemment, la Tchécoslovaquie, le Danemark, la Lituanie, les Pays-Bas et la Suède, entre autres). La « chance », ou son absence, explique les différences de résultats qui pourraient autrement être attribuées à des différences dans les conditions macroéconomiques, l'organisation de l'industrie bancaire, les fondamentaux des investissements bancaires, les réglementations prudentielles et autres, ainsi qu'à une multitude d'autres facteurs potentiellement pertinents. Et puisqu'une seule cause, la malchance, est à l'origine de toutes les paniques, la même solution ou un petit ensemble de solutions — l'assurance-dépôts, un prêteur de dernier recours vigilant ou un système bancaire bridé — sont les seuls remèdes concevables à toute crise bancaire réelle ou potentielle.

Parce qu'elle est compatible avec tout schéma observé de ruées et de paniques, la théorie D-D de l'instabilité bancaire n'est pas testable et, par conséquent, infalsifiable. Cela peut sembler une bonne chose. Mais ce n'est pas le cas. Tout d'abord, cela rend la théorie inapte à rendre compte des « faits stylisés » de l'histoire bancaire. Comme le soulignent

[24] http://bit.ly/3JPz1mV

[25] https://www.sas.upenn.edu/~apostlew/paper/pdf/bank%20runs.pdf

Gorton et Wintrop[26], pour toute personne connaissant ces faits il est « évident que les banques ne sont pas des institutions fondamentalement défectueuses... Les paniques ne sont tout simplement pas une caractéristique de la plupart des économies dotées de banques. Le monde est plus compliqué ».

En d'autres termes, d'autres facteurs que la simple « chance » semblent jouer un rôle. Comme nous le verrons, l'un de ces facteurs consiste en des lois qui limitent la liberté des banques de gérer leurs affaires comme elles l'entendent.

Un Graal qui n'est pas si saint

Pratiquement tous les modèles qui s'appuient sur l'effort pionnier de Diamond et Dybvig en conservent les mécanismes clés, avec cette idée de départ bien spécifique que, quel qu'en soit l'objet, un bon modèle bancaire doit être capable de montrer que les banques et les systèmes bancaires sont intrinsèquement vulnérables aux ruées. « Certains chercheurs pensent », observent Gorton et Winton (en ayant à l'esprit Diamond et Dybvig et leurs partisans), « qu'un modèle théorique de l'existence d'intermédiaires financiers doit simultanément être un modèle de panique ; les banques et les paniques sont intrinsèquement liées et les modèles doivent le refléter ».

En d'autres termes, pour de nombreux économistes, l'affirmation de l' « instabilité inhérente » n'est pas seulement une hypothèse parmi d'autres à explorer et à tester, mais *un axiome* qu'aucune théorie digne de ce nom ne peut contredire. Huberto Ennis et Todd Keister observent que l'objectif inébranlable de « l'importante littérature économique » initiée par l'article de Diamond et Dybvig a été « d'identifier les composantes essentielles » d'un système bancaire de laissez-faire qui justifierait l'opinion « selon laquelle les banques... sont intrinsèquement

[26] Gorton, G. B. and W. Andrew, "Financial Intermediation" (May 2002). NBER Working Paper No. w8928, Available at https://ssrn.com/abstract=311424

fragiles, dans le sens où elles sont susceptibles de faire l'objet d'une ruée auto-réalisatrice de ses déposants ».

Pour le dire crument, une théorie plausible de la banque qui soit compatible avec l'idée obsédante selon laquelle les banques sont intrinsèquement instables a longtemps été le Saint Graal des économistes qui se sont penchés sur le sujet.

Dans son excellente étude de la recherche post-D-D jusqu'en 2010[27], Ricardo Cavalcanti y voit lui aussi une recherche du Saint Graal. Soulignant que les modèles qu'il étudie « semblent si éloignés de la théorie monétaire », il affirme que cela était inévitable, car d'autres approches auraient donné lieu à des « conclusions controversées... sur la fragilité ». En d'autres termes, des modèles plus réalistes auraient été encore moins capables de démontrer l'instabilité inhérente des banques que ceux qui suivent « l'approche par les mécanismes » de Diamond et Dybvig ; approche qui consiste à partir du principe que la ruée bancaire est un parmi plusieurs « résultats » que sa banque doit pouvoir atteindre, et à construire le modèle sur cette base. Selon M. Calvalcanti, les économistes ont dû

> envisager sérieusement la possibilité que la fragilité financière soit une conséquence intrinsèque de la volonté d'offrir aux individus les meilleurs arrangements possibles en matière de liquidité. Cela favorise l'approche par les mécanismes aux dépens de la théorie de l'équilibre général.

C'est effectivement le cas. Mais après une nouvelle décennie de modélisations allant dans le même sens et qui ont donné des résultats de plus en plus pauvres, n'est-il pas temps d'envisager la possibilité qu'en cherchant les causes des crises bancaires dans la nature même de la banque, les économistes se soient trompés de cible ? Une autre approche pourrait-elle s'avérer plus fructueuse ?

---

[27] Ricardo de O. Cavalcanti, "Inside-Money Theory after Diamond and Dybvig," *Federal Reserve Bank of Richmond leEconomic Quarterly*, Volume 96, Number 1, First Quarter 2010, 59–82.

L'une d'entre elles renverse la stratégie Diamond-Dybvig en partant de l'hypothèse qu'une banque non réglementée est une institution *robuste*, puis en s'interrogeant sur le type d'intervention réglementaire susceptible de la rendre moins robuste. L'un des apports de la littérature basée sur Diamond-Dybvig est d'avoir établi qu'il est relativement facile de modéliser un système bancaire robuste, c'est-à-dire un système dont les contrats excluent un « mauvais » équilibre avec panique. Pourquoi ne pas commencer avec un tel modèle — et plus il est réaliste, mieux ce sera — et examiner ensuite si et comment diverses restrictions réglementaires peuvent nous éloigner du bon équilibre, soit en l'excluant complètement, soit en introduisant un « mauvais » équilibre alternatif ? En fait, il n'est pas nécessaire de lancer un tel programme de recherche. Il a déjà été lancé, car au moins certains des « mauvais » résultats des modèles Diamond-Dybvig existants sont facilement interprétés comme des conséquences, non pas du laissez-faire, mais de restrictions légales inutiles.

Alors que l'hypothèse d' « instabilité inhérente » est rarement étayée par des données empiriques (et non mythiques), les preuves ne manquent pas en faveur de cette théorie alternative selon laquelle des « restrictions légales » sont à l'origine des crises bancaires[28]. Pour commencer, il y a le fait que certains des systèmes bancaires les moins fortement réglementés au monde ont également été remarquablement épargnés par les crises[29]. Il y a aussi le fait que les contrats volontaires permettant aux banquiers de suspendre la convertibilité de leurs engagements — le dispositif le plus évident du marché libre pour empêcher les retraits massifs — ont souvent été interdits[30]. Enfin, il existe de nombreuses preuves du rôle (souvent crucial) que d'autres réglementations mal conçues ont joué dans les crises bancaires passées — tellement de preuves, en fait, qu'il est difficile de découvrir une calamité bancaire passée dans laquelle des réglementations malavisées

[28] https://bit.ly/3lMJKq3f

[29] G. Selgin (1994) "Are banking crises free-market phenomena?" *Critical Review*, 8:4, 591-608

[30] https://bit.ly/3ZdxBbf f

n'ont joué aucun rôle clé. Outre les ouvrages que nous venons de citer, les lecteurs sceptiques sont encouragés à consulter *Fragile by Design*, l'excellente étude réalisée en 2014 par Charles Calomiris et Stephen Haber qui, aussi volumineuse soit-elle, n'est que la partie émergée d'un très volumineux iceberg[31].

***

Dans son essai intitulé *Monetary Theory and History: An Attempt at Perspective*, Sir John Hicks a observé que

> « la théorie monétaire est moins abstraite que la plupart des théories économiques ; elle ne peut éviter une relation avec la réalité, qui fait parfois défaut dans d'autres théories économiques. Elle appartient à l'histoire monétaire, alors que la théorie économique n'appartient pas toujours à l'histoire économique. »

Ce que Sir John a dit de la théorie monétaire vaut nécessairement pour ses sous-disciplines. La théorie bancaire « appartient » également à l'histoire monétaire et ne peut donc pas éviter une relation avec la réalité. Le problème du modèle de Diamond et Dybvig est qu'il est si éloigné de la réalité que les deux pourraient tout aussi bien être de parfaits étrangers.

[31] Charles W. Calomiris et Stephen H. Harber (2014), *Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crisis and Scarce Credit*, Princeton Economic History of the Western World Series, Princeton Univ. Press.

LINGTREN.COM / Shutterstock.com

Essor et déclin de la Trussonomie

par
Kevin Dowd

Kevin Dowd est Professeur d'économie et de finance à l'Université de Durham. Ces travaux portent essentiellement sur les théories de la monnaie et de la banque, les banques centrales et la réglementation financière, la gestion des risques et les pensions.

Dans cet article, le professeur Kevin Dowd revient sur l'éphémère administration Truss au Royaume-Uni. Il affirme qu'elle et son chancelier, Kwasi Kwarteng, ont fatalement sapé leur propre politique économique en ignorant la viabilité budgétaire en dépit d'avertissements clairs. Ce faisant, Truss et Kwarteng ont fait reculer plutôt que progresser les réformes du marché libre dont le Royaume-Uni a tant besoin[1].

Le 8 juillet de l'année dernière, le Premier ministre britannique Boris Johnson démissionnait de son poste de chef du Parti conservateur après qu'une révolte au sein du cabinet — qui faisait suite à une série de scandales éthiques — ait rendu sa position intenable. Une élection s'est alors tenue au sein du parti afin de désigner le successeur de Boris Johnson au poste de Premier ministre. Les résultats, proclamés le 5 septembre, plaçaient en tête celle que l'on présentait comme « la future Margaret Thatcher » : Liz Truss.

Dès le lendemain, la Reine invitait Truss à devenir Premier ministre et cette dernière annonçait immédiatement « un plan audacieux pour faire croître l'économie grâce à des réductions d'impôts et des réformes » ainsi qu' « une action [en fait, un plafonnement des prix] dès cette semaine pour régler le problème des factures d'énergie ». Le même jour, elle nommait son nouveau chancelier de l'Échiquier, Kwasi Kwarteng, un libre-échangiste respecté, titulaire d'un doctorat de l'Université de Cambridge avec une thèse sur « la Grande Refonte des Pièces de 1696 ».

L'action de ce nouveau gouvernement était interrompue deux jours plus tard par le décès soudain de la reine Élisabeth, le pays entamant

[1] Les idées contenues dans cet article sont reprises d'une série de trois articles précédemment publiés sur le "Mises wire" du site Mises.org : "The Rise and Fall of Trussonomics" (12 November 2022), "Assessing the Trussonomics Experiment" (21 November 2022) and "The Near Collapse of the UK Pension Sector Exposes a String of Failures by UK Financial Regulators" (24 November 2022).

une période de deuil national qui s'est achevée le 20 septembre. Le nouveau gouvernement annonça alors la mise en place d'un « mini-budget » d'urgence afin de définir les contours de son programme économique.

Ce qui suivit illustre parfaitement ce qu'il ne faut pas faire si l'on désire promouvoir un programme libéral. C'est un véritable cas d'école qui mérite d'être médité pour éviter que de futurs décideurs politiques ne répètent les erreurs commises par Truss et Kwarteng ; erreurs qui les ont finalement tous deux poussé à la chute. Sur le fond l'erreur est simple. Certes, les réductions d'impôts étaient raisonnables, *mais elles auraient dû être plus que compensées par d'importantes réductions des dépenses publiques afin de réduire le déficit budgétaire* et de prouver par la même occasion que le nouveau gouvernement optait pour une politique budgétaire responsable. On fera remarquer que depuis longtemps les gouvernements britanniques successifs ne faisaient référence à la responsabilité budgétaire que pour mieux la trahir, mais il était tout de même imprudent — surtout pour un gouvernement qui prône l'économie de marché — d'ignorer cette question. C'est ainsi que les donneurs de leçons prétentieux se sont vengés d'un gouvernement qui s'est précipité sur un mur budgétaire qu'il n'a pas su apprécier à sa juste hauteur alors qu'il se trouvait juste sous son nez.

Dans cet article, je commencerai par donner une vue d'ensemble et une chronologie des événements qui ont conduit à l'annulation du mini-budget et à la chute de Madame Truss. Je reviendrai ensuite sur ce qui qu'il aurait fallu faire.

Le mini-budget et la réaction du marché

Kwarteng a présenté son mini-budget au Parlement le vendredi 23 septembre. Il s'agissait principalement de mettre en place un onéreux plafond pour les prix de l'énergie ainsi qu'un ensemble de réductions d'impôts destinées à stimuler la croissance économique.

La nouvelle fut très mal reçue par les marchés financiers. Pour citer le commentateur de Bloomberg, Simon White[2] :

> Le « mini budget » britannique d'aujourd'hui a provoqué une déroute de la livre sterling et des gilts [obligations d'État britanniques] .... La combinaison d'énormes promesses de dépenses publiques et de réductions d'impôts nécessitera une augmentation significative des emprunts britanniques... La Banque d'Angleterre se trouve maintenant dans un dilemme semblable à celui des pays émergents ... Les déficits jumeaux [budget et balance des paiements] s'élèvent actuellement à plus de 250 milliards de livres sterling — un énorme montant de capital ... C'est supportable en temps normal, mais lorsque la croissance est faible et que la volatilité macroéconomique est élevée, c'est profondément problématique. Le gouvernement britannique et la Banque d'Angleterre doivent réfléchir rapidement afin d'éviter une nouvelle crise de la livre sterling.

Ils ne l'ont pas fait et, le lundi suivant, la livre s'est effondrée à un niveau record par rapport au dollar, à peine plus de 3 cents au-dessus de la parité.

Les réactions des journalistes spécialisés et de nombreux hommes politiques à ce mini-budget ont été, à quelques exceptions près, hostiles et mal informées ; à tel point que je me demande si le Royaume-Uni n'est pas devenu une idiocratie. Il y a eu bien sur les indignations prévisibles de la gauche pour laquelle les réductions d'impôts ne profitent qu'aux riches, mais la critique la plus surprenante est venue de l'ancien banquier de Goldman Sachs et serviteur des visions du cercle de Davos, Rishi Sunak. Ce dernier, qui est aussi ancien chancelier conservateur et dauphin de Truss dans la course à la direction du parti, avait affirmé tout au long de sa campagne que les réductions d'impôts proposées par Mme Truss étaient mauvaises parce qu'elles n'étaient « pas financées ». Cette affirmation mérite que l'on s'y arrête un instant. Elle revient à dire que le gouvernement ne devrait réduire les impôts qu'à condition d'avoir préalablement accumulé un fonds permettant de financer cette réduction ! Et, comme le précédent gouvernement Sunak n'avait pas

[2] Voir http://bit.ly/3nncTbT.

constitué un tel fonds, en toute logique (Sunakienne !), Kwarteng ne pouvait pas se permettre de réduire les impôts. On notera que cette perle de sagesse fiscale émanait de ce même chancelier qui, tel un marin ivre, n'avait eu de cesse d'accroître les dépenses publiques tout au long de son mandat (marqué par le Covid) et laissé les finances publiques dans l'état de ruine où Truss et Kwarteng les ont trouvées. Comme si sa propre prodigalité n'était en aucune façon responsable de la crise de confiance fiscale que traversait à présent l'économie britannique et que tout était de la faute du nouveau gouvernement... L'hôpital se moque de la charité.

« La fenêtre d'Overton est [désormais] si étroite dans les médias que tout conservateur qui se lancera dans une baisse des impôts sera pris pour un dérangé », observe Tim Stanley dans le *Daily Telegraph* du 3 octobre. Il poursuit :

> La facture la plus élevée a été celle du plafonnement des prix de l'énergie (60 milliards de livres), tandis que les mesures relatives à la *National Insurance* [qui couvre en particulier les retraites] et à l'impôt sur les sociétés n'étaient pas réellement des réductions d'impôts mais plutôt des revirements. Le choc qu'a constitué l'abolition du taux le plus élevé [la tranche maximale à 45 % de l'impôt sur le revenu, n'était de fait] qu'une goutte d'eau dans l'océan, avec seulement 2 milliards de livres. Cela représente environ deux Gary Linekers et un yacht royal.

Tim Stanley poursuit en critiquant « les boussoles politiques [qui] n'existent pas pour indiquer la position des hommes politiques mais pour délimiter une zone d'acceptabilité dans notre discours [...]. Si l'on s'en éloigne d'un pouce ... on est taxé de fou ».

Au cours de la semaine qui suivit ces annonces, le marché des obligations d'État est devenu de plus en plus instable, la crise atteignant son paroxysme dans la matinée du mercredi 28 septembre, lorsque le marché des obligations d'État à long terme s'est effondré. Pour citer le *Financial Times* :

> « À un moment donné ce matin, j'ai craint que ce ne soit le début de la fin », a déclaré un banquier londonien de haut rang, ajoutant qu'à un moment donné, mercredi matin, il n'y avait plus d'acheteurs pour les

gilts britanniques à long terme. « Ce n'était pas tout à fait un moment Lehman. Mais on s'en est approché ».

Les groupes les plus directement touchés ont été les fonds de retraite à prestations définies qui s'étaient couverts pour garantir leur capacité à honorer leurs obligations futures — avec ce que l'on appelle des *Liability Driven Investment* (LDI ; instruments très sensibles à l'évolution rapide des rendements des obligations d'État).

Il apparaissait ainsi clairement que, si rien n'était fait, la plupart des régimes de retraite britanniques seraient pris en défaut sur leurs positions de swap LDI *avant la fin de la journée*, ce qui aurait eu des conséquences catastrophiques. La Banque d'Angleterre réagit donc en suspendant temporairement le resserrement quantitatif et en annonçant un programme d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing) de 65 milliards de livres sterling destinés à acheter des obligations d'État à long terme afin d'en faire baisser les taux. Suite à ces annonces, le marché des obligations s'est effectivement fortement redressé et, à la fin de la journée, la livre était remontée à 1,088 $.

Les événements de ce 28 septembre ont ainsi mis en évidence que le système des retraites est exposé à un risque jusqu'alors non apprécié ; risque qui, ainsi que nous le verrons, est la conséquence d'une série de défaillances réglementaires.

La crise politique échappe à tout contrôle

La crise financière s'était stabilisée, mais la crise politique ne faisait que commencer. Sunak et ses partisans décidèrent en effet de boycotter la conférence annuelle du Parti conservateur qui débutait le 2 octobre afin que « Liz puisse avoir son moment ». Parmi ceux qui participèrent, il y eut une révolte ouverte fomentée par des députés conservateurs mécontents, l'opposition de son côté réclamait à cor et à cri la démission de Truss et de Kwarteng et les sondages montraient que les travaillistes devançaient largement les conservateurs (Labor 54% contre Conservatives 21%), indiquant que si des élections générales devaient se tenir le lendemain, les travaillistes l'emporteraient haut la main.

Dans de telles circonstances, un Premier ministre fort aurait rétorqué aux rebelles qu'en cas de rejet du budget par le Parlement, elle déclencherait des élections générales et qu'ils pourraient tous alors tenter leur chance auprès des électeurs. Mais Mme Truss n'en a rien fait.

Lors d'une interview donnée le dimanche 2 octobre au matin, elle a au contraire continué d'insister sur le fait que les réductions d'impôts étaient essentielles pour relancer la croissance économique. Elle confirma son « engagement » à supprimer le taux d'imposition maximal de 45 %. Il n'y aurait pas de « U-turn ». Allusion était faite ici au célèbre discours prononcé en 1980 par Margaret Thatcher, « la dame qui ne fait pas demi-tour », lorsque Thatcher s'opposait avec fermeté à ceux qui exigeait d'elle un « U-turn » sur ses politiques économiques controversées.

Mais avant que le jour suivant ne s'achève, le projet de supprimer le taux de 45 % était abandonné. « La dame est bel et bien en train de faire demi-tour », s'empressait d'écrire Sean O'Grady dans *The Independent*. « La réputation qu'elle avait d'être un leader thatchérien potentiellement fort a été détruite. » « C'est une décision très douloureuse, mais nous n'avions pas le choix », déclarait de son côté un ministre. « Il n'y avait aucun moyen de faire passer le budget. »

Dans cette même interview, Trust précisait que la suppression du taux d'imposition de 45 % était une décision de Kwarteng, et non la sienne, et qu'elle n'avait pas été discutée avec le cabinet. Aïe ! Le lendemain, elle refusa à plusieurs reprises de confirmer qu'il avait sa confiance ce qui, pour tous, signifiait de façon évidente que Kwarteng était désormais, politiquement parlant, un homme mort.

Entre-temps, la pression sur Truss et Kwarteng n'avait cessé de s'intensifier pour atteindre son paroxysme à la mi-octobre. « Les 13 et 14 octobre, le Trésor nous a informés que le Royaume-Uni était sur le point de devenir un pays du tiers monde », aurait déclaré une source de Downing Street. Les hauts fonctionnaires du Trésor et du Cabinet Office

> « se sont tous assis autour de la table du Cabinet et ont dit au Premier ministre : "Si vous ne renoncez pas à [vos projets concernant] l'impôt sur les sociétés, nous allons connaître l'effondrement le plus catastrophique

> qui soit ; il faudra 20 ans pour s'en remettre". Ils lui ont fait une peur bleue. ... Ils ont dit que la livre allait s'effondrer à un point tel que nous aurions du mal à vendre notre dette, comme le fait un pays du tiers-monde. En fait, la Grande-Bretagne allait devenir un tas de décombres.[3]»

C'était une absurdité apocalyptique — le Trésor est connu pour des modélisations risiblement mauvaises de cette nature — mais elle a eu l'effet escompté.

On lui a également fait comprendre que, si elle voulait avoir une chance de rester Premier ministre, Kwarteng devait partir et elle l'a renvoyé à contrecœur le 14 octobre. À ce instant, son soutien se montait à 9 % de l'électorat, soit plus ou moins le territoire du Prince Andrew.

Jeremy Hunt fut désigné pour remplacer Kwarteng. Un « homme sûr » de *l'establishment* qui avait soutenu la politique de quarantaine « zéro Covid » de la Chine et appelé à des politiques similaires pour le Royaume-Uni. Hunt procéda rapidement à l'annulation de presque toutes les réductions d'impôts restantes dans le mini-budget Kwarteng, détruisant ainsi ce qui restait de l'autorité de la Première ministre.

Le 20 octobre, Mme Truss recevait la visite, probablement redoutée, de Sir Graham Brady, le président du Comité 1922 des députés conservateurs d'arrière-ban (c'est-à-dire non ministériels), qui est responsable des élections à la direction du parti. Il lui aurait dit qu'il avait reçu suffisamment de lettres de députés pour justifier une nouvelle course à la direction du parti : le sort en était jeté. Une heure plus tard, Mme Truss annonce qu'elle démissionnerait de son poste de chef du parti dès qu'un successeur lui aura été trouvé. Elle n'est restée en fonction que 45 jours, soit la durée la plus courte jamais enregistrée pour un Premier ministre britannique.

Conformément aux nouvelles règles de sélection des dirigeants, Sunak s'est rapidement imposé comme le favori des députés — Boris Johnson (entre tous !) arrivant en deuxième position, preuve de l'inconstance des députés conservateurs —, tout cela sans consulter les

[3] Harry Cole and James Heale in http://bit.ly/3z7wBuM.

membres du parti. Sunak est devenu le chef du parti le 24 octobre et a été nommé Premier ministre par le roi le lendemain.

La défenestration de Truss et l'installation de Sunak au poste de premier ministre ne sont rien d'autre qu'un « coup d'État des *Remainers* [ceux qui s'opposaient au Brexit] qui ont pris le contrôle de la politique économique du Royaume-Uni », observe mon ami et coauteur David Blake. Et je suis d'accord avec lui. « Les vrais risques pour l'économie viennent maintenant de l'élite des *Remainers*, tant à l'intérieur du pays qu'à l'étranger. Les radicaux ont été battus par l'élite, et pourtant c'est bien d'une réforme radicale dont l'économie britannique » a désespérément besoin, aujourd'hui plus que jamais. Au lieu de cela, les partisans de M. Sunak appellent à présent à la purge des « droitiers ». Traduire : les partisans d'une baisse des impôts et d'un gouvernement restreint ne sont plus les bienvenus au sein du parti conservateur.

Bilan de cette expérience de « Trussonomie »

Je pense que cette expérience était fiscalement imprudente. Truss et Kwarteng ont ignoré les signaux qui les informaient clairement que leur gouvernement souffrait d'un problème de crédibilité fiscale. Ils auraient dû placer la prudence budgétaire au centre de leur programme et accompagner leurs réductions d'impôts de réductions encore plus importantes des dépenses publiques afin de rassurer les marchés. Et c'est ce qu'ils n'ont pas fait.

Commençons par l'inspiration économique et les personnes qui en sont à l'origine. Dans son article du Spectator du 3 septembre intitulé « Trussonomics : a beginner's guide », Kate Andrews nous offre un éclairage intéressant sur ces questions. Lorsque les sondages ont commencé à montrer que Mme Truss était largement en tête de la campagne pour la direction du parti conservateur, on l'a mise au défit lors d'une interview de citer au moins un économiste qui soutenait son programme de réduction des impôts. Elle cita Patrick Minford, ancien conseiller économique de Margaret Thatcher. Peu après, d'autres économistes lui ont apporté leur soutient et le terme « Trussonomics » commença à tracer son chemin. Parmi ces économistes figuraient Julian

Jessop, un ancien économiste de la *City* lié à l'Institute of Economic Affairs (IEA), et Gerard Lyons, un autre ancien économiste de la *City* qui avait conseillé Boris Johnson.

Tous trois étaient des « supply siders » partisans d'une réduction des impôts qui pensaient que l'important est la trajectoire à long terme de la dette publique et non pas les pics d'emprunt à court terme. Interrogé sur la possibilité d'une réaction négative des marchés, M. Jessop a répondu : « Si les réductions d'impôts se traduisent par une augmentation des emprunts à court terme, je n'y vois aucun inconvénient. Je pense que les marchés penseront de même ».

Ce qui me frappe dans ces commentaires, c'est leur désinvolture à l'égard de ce qui, même à l'époque, était l'éléphant dans la pièce, à savoir la crédibilité budgétaire des mesures qu'ils proposaient et, en particulier, la façon dont ces mesures seraient accueillies par les marchés après un budget. Jessop et ses collègues semblaient *supposer* que les marchés partageraient leur optimisme. Cela me rappelle une blague à propos des économistes et des ouvre-boîtes[4].

Il y a un autre problème. Comme l'a expliqué Andrews :

> Je ne peux m'empêcher de penser, lorsque je parle aux gourous économiques de Truss, que [...] pour réduire la dette à long terme, il est certainement nécessaire de réduire les dépenses publiques. Pourtant, Mme Truss promet des dizaines de milliards de livres de dépenses supplémentaires ... [et] tout cela viendrait s'ajouter aux 50 milliards de livres de réductions d'impôts qu'elle a promises.

[4] [NDLR : Un physicien, un ingénieur et un économiste sont bloqués dans le désert. Ils ont faim. Soudain, ils trouvent une boîte de maïs. Ils veulent l'ouvrir, mais comment ? Le physicien dit : « Allumons un feu et plaçons la canette à l'intérieur des flammes. Elle va exploser et alors nous pourrons tous manger ». « Êtes-vous fou ? » dit l'ingénieur. « Tout le maïs brûlera et se dispersera, et nous n'aurons rien. Nous devrions utiliser un fil métallique, l'attacher à une base, le pousser et ouvrir la boîte ». « Vous vous trompez tous les deux ! déclare l'économiste. "Où diable trouve-t-on un fil métallique dans le désert ? ! La solution est simple : *SUPPOSONS* que nous ayons un ouvre-boîte »...]

L'absence de réponse à cette question serait une autre raison pour laquelle les marchés ont pu avoir des doutes sur le programme de la Trussonomie.

Les principales caractéristiques du mini-budget consistaient en une série de réductions d'impôts et d'annulations d'augmentations d'impôts précédemment prévues, une mesure de dépense coûteuse (60 milliards de livres par an) et pas spécialement axée sur le libre marché pour plafonner les coûts énergétiques des ménages, un objectif de croissance annuelle du PIB de 2,5 %, le doublement du déficit budgétaire à près de 10 % du PIB et beaucoup de rhétorique axée sur le libre marché et l'offre. Il n'y avait aucune mesure explicite du côté des dépenses, mais il était raisonnable de lire dans les déclarations de Kwarteng autour du mini-budget qu'il y aurait une augmentation des dépenses du gouvernement.

Les partisans de M. Truss ont réagi avec enthousiasme à ce mini-budget. Allister Heath, du *Daily Telegraph*, écrivait :

> Le budget de Kwasi Kwarteng est un moment historique qui transformera radicalement la Grande-Bretagne. C'est le meilleur budget qu'il m'ait été donné d'entendre de la part d'un chancelier britannique, et de loin. Les réductions d'impôts étaient si importantes et si audacieuses, le langage si extraordinaire, qu'à certains moments, je devais me pincer pour m'assurer que je n'avais pas été transporté dans un pays lointain qui croyait réellement à l'économie de Milton Friedman et de F.A. Hayek.

Le directeur général de l'IEA, Mark Littlewood, a déclaré quant à lui : « Il ne s'agit pas d'un budget à effet de ruissellement, mais d'un budget à effet de relance. Le gouvernement a annoncé un ensemble de politiques radicales visant à accroître la prospérité de la Grande-Bretagne... C'est un début très encourageant, mais le gouvernement ne doit pas relâcher la pression ». Plus tard dans la journée, il a ajouté « que le succès ou l'échec des politiques du gouvernement constituerait un véritable test pour la vision du monde qu'entretient l'IEA ». Ces commentaires faisaient reposer la crédibilité de l'IEA sur le succès du mini-budget et reviennent aujourd'hui, tel un boomerang, contrarier cette crédibilité.

Quant à Minford il affirmait que « la Trussonomie tue déjà les démons de la stagflation. Il nous en faut plus encore ».

De mon point de vue, de telles réactions se basaient trop sur la rhétorique de Kwarteng et pas assez sur la substance de son budget, et elles étaient elles-mêmes faibles sur le plan de la substance.

La réaction du reste des commentateurs a été majoritairement négative. Ainsi que nous l'avons rappelé, les réactions de la gauche étaient prévisibles — un budget « ruisselant », « Robin des Bois à l'envers », etc. — exprimant un antagonisme presque de principe à l'égard des réductions d'impôts, en particulier quand c'est « pour les riches ». Il y avait aussi la critique souvent répétée que les réductions d'impôts n'étaient pas financées, basée sur le principe absurde qu'une réduction d'impôts ne peut être justifiée que si elle est financée. Mais comme l'a fait remarquer Matthew Lynn, « les réductions d'impôts non financées n'existent pas ». En effet, le gouvernement ne finance jamais une réduction d'impôt, car il s'agit avant tout de notre argent. Lorsque le gouvernement réduit les impôts, il ne prélève pas d'argent sur un fonds qu'il a accumulé précédemment pour nous le remettre. Au contraire, il se contente de nous prendre moins d'argent sous forme d'impôts.

Parmi les critiques les plus éclairées, citons celle de Larry Summers, qui a ironisé : « Je pense que le Royaume-Uni se comporte un peu comme un marché émergent qui se transforme en un marché submergé », ainsi qu'un réquisitoire accablant de l'Institute of Fiscal Studies [5]:

> Aujourd'hui, le chancelier a annoncé le plus grand programme de réductions d'impôts depuis 50 ans, *sans même un semblant d'effort pour faire en sorte que les chiffres des finances publiques s'additionnent*. Au lieu de cela, le plan semble consister à emprunter des sommes importantes à des taux de plus en plus élevés, ... et *d'espérer que nous aurons une meilleure croissance*. ... M. Kwarteng s'est montré prêt à jouer avec la viabilité budgétaire pour faire passer ces énormes réductions d'impôts...

[5] https://ifs.org.uk/articles/mini-budget-response. Souligné par l'auteur.

> M. Kwarteng ne se contente pas de parier sur une nouvelle stratégie, il met la maison en jeu.

Le mini-budget a également été comparé à une précédente « course à la croissance » des conservateurs. En 1972, le chancelier de l'époque, Anthony Barber, a engagé un ensemble de réductions d'impôts importantes et une augmentation des emprunts publics qui ont initialement stimulé l'économie, pour se terminer avec une forte inflation et un chaos économique qui ont abouti à un gouvernement de gauche radicale en 1974 et à un renflouement par le FMI en 1976. Le « boom de Barber » est un cas d'école pour illustrer les dangers des largesses fiscales.

À mon avis, ces préoccupations sont raisonnables.

Certains économistes libéraux ont également exprimé leurs doutes raisonnables. Dans sa lettre d'information de septembre, Tim Congdon se disait « horrifié par la Trussonomie » car « les réductions d'impôts aujourd'hui signifient plus de dépenses publiques à l'avenir » pour assurer le service d'une dette publique plus importante. Il a ensuite critiqué M. Minford pour avoir déclaré à Simon Heffer du *Daily Telegraph* que

> Mme Thatcher approuverait « ce que Truss promet de faire ». Minford a même fait référence ... au budget [réussi mais controversé] de 1981, lorsque les impôts ont été *augmentés* de 2 % de PIB afin de maîtriser le déficit budgétaire ... Mais le [mini-budget] Kwarteng de 2022 ... était exactement le contraire ... La Trussonomie est une aventure sauvage et imprudente.

N'oublions pas non plus que *Thatcher était prudente sur le plan budgétaire et qu'il a fallu attendre le budget de 1988 pour voir les taux d'imposition des particuliers fortement réduits.*

Christopher Snowdon, de l'IEA, est lui aussi critique :

> Les gouvernements précédents s'étaient au moins efforcés d'équilibrer les comptes. L'administration Truss n'a même pas pris la peine de faire semblant. ... [La politique économique de Truss était] une sorte de keynésianisme de droite, cherchant à stimuler les dépenses en

> empruntant de l'argent pour réduire les impôts. ... [En conséquence] tout le monde est à présent un conservateur en matière budgétaire. C'est le cadeau accidentel de Liz Truss à la nation. ... Elle a montré que ... l'ère des grands emprunts était révolue.

Un troisième libéral critique de la Trussonomie est Kristian Niemietz, collègue de Snowdon à l'IEA :

> En résumé, le problème du mini-budget est qu'il entraînait des augmentations énormes et permanentes des emprunts publics à un moment où les marchés étaient très nerveux. ... Je ne sais pas où le gouvernement a puisé l'inspiration pour ces plans, mais ce n'est certainement pas de nous qu'il l'a puisée...

Quant à moi, je le répète, je pense que Truss et Kwarteng ont commis deux erreurs majeures. La première est qu'ils ont ignoré les avertissements clairs selon lesquels le gouvernement avait un problème de crédibilité budgétaire. La deuxième erreur a été de ne pas accompagner les réductions d'impôts de coupes encore plus importantes dans les dépenses publiques pour démontrer que leur mini-budget était fiscalement responsable. Ces réductions sont nécessaires non seulement pour des raisons de prudence budgétaire, mais aussi parce que le secteur public britannique est déjà beaucoup trop important et que le Royaume-Uni a besoin à la fois de réductions d'impôts et de réductions des dépenses publiques pour revenir à un modèle de gouvernement à faible taux d'imposition et de taille réduite, qui est la clé de sa prospérité future.

Le fiasco de la Trussonomie constitue une étude de cas idéale des pièges d'un Lafferisme naïf, mais il est regrettable que cette expérience instructive ait fait reculer la cause du marché libre au Royaume-Uni pour longtemps et détourné nos regards des échecs de la réglementation.

Les échecs de la régulation financière et la quasi-faillite des régimes de retraite

Le quasi-effondrement du secteur des retraites au Royaume-Uni met en lumière une série de défaillances des régulateurs financiers britanniques. J'ai expliqué précédemment que l'effondrement du marché des obligations d'État britanniques à long terme (ou *gilts*) le 28 septembre, qui a suivi le « mini-budget » malheureux de Kwarteng quelques jours plus tôt, avait mis en lumière un problème jusqu'ici sous-estimé : les régimes de retraite britanniques étaient massivement exposés aux variations des taux d'intérêt des *gilts* à long terme.

La semaine suivant le mini-budget, le marché des *gilts* est devenu très instable. Pour citer le *Financial Times* :

> les variations considérables des prix des obligations ont laissé les analystes et les investisseurs perplexes. « Les mouvements des rendements à long terme étaient tout simplement incroyables ; le marché des *gilts* était en chute libre », a déclaré Daniela Russell, responsable de la stratégie sur les taux britanniques chez HSBC.

Le marché s'est ensuite effondré dans la matinée du mercredi 28, lorsqu'il est devenu évident que, sauf intervention de la Banque d'Angleterre, la plupart des régimes de retraite britanniques feraient défaut sur leurs positions de swap sur des *liability-driven investment* (LDI) d'ici la fin de la journée. La réaction de la Banque (voir plus haut) a permis le redressement immédiat du marché des *gilts*, leurs rendements retombant sous la barre des 4 %.

« S'il n'y avait pas eu d'intervention aujourd'hui, les rendements des *gilts* auraient pu passer de 4,5 % ce matin à 7-8 % et, dans ce cas, environ 90 % des fonds de pension britanniques auraient manqué de garanties « et seraient devenus insolvables », a déclaré Kerrin Rosenberg, directeur général de Cardano Investment. « Ils auraient été anéantis. »

Liability-driven investment

En quoi consistent ces « liability-driven investment » ? Pourquoi sont-ils importants ? L'explication standard est la suivante. Le principal

engagement d'un fonds de retraite est un portefeuille *illiquide* de paiements annuels [les pensions qu'il doit verser] dont la valeur diminue en cas de hausse des taux d'intérêt et augmente en cas de baisse des taux d'intérêt. Le fonds couvre alors l'exposition de ses obligations au risque de taux d'intérêt avec un swap de taux d'intérêt *liquide* (IRS). En cas de hausse des taux à long terme, le fonds perdra du côté du swap, mais gagnera un montant égal du côté du passif. En théorie, ces deux éléments devraient se compenser pour produire une variation nette nulle de la valeur actuelle du fonds. Cependant, le fonds couvre un risque illiquide par un risque liquide, ce dernier étant évalué au prix du marché et une marge étant exigée pour couvrir les pertes liées à cette réévaluation au prix du marché. Ainsi, lorsque les taux d'intérêt augmentent, les pertes sur le swap déclenchent des appels de marge, que le fonds doit satisfaire en déposant des garanties supplémentaires (par exemple, des liquidités) *sous peine de faillite*. Si un grand nombre d'entreprises sont touchées, il peut alors y avoir une ruée vers les liquidités qui crée une spirale de la mort dans laquelle les taux d'intérêt sont poussés à des niveaux de plus en plus élevés, ce qui rend la tâche de trouver des liquidités de plus en plus ardue, voire impossible. C'est ce qui s'est produit le 28 septembre.

Les dangers de la couverture d'une position illiquide par une position liquide sont bien connus. Ce que peu de gens avaient apprécié, c'était l'ampleur du problème pour les fonds de pension britanniques.

À cela s'ajoutent au moins trois autres préoccupations.

La première est que les régulateurs ne disposent pas de beaucoup de données sur l'ampleur des positions des fonds de pension en matière de LDI ou sur l'ampleur des fonds à risque. Pour ces derniers, des articles de presse ont avancé des chiffres allant de 1 000 à 1 700 milliards de livres sterling, mais tout ce que l'on sait vraiment, c'est qu'il s'agit d'un chiffre important.

La deuxième question est celle de l'effet de levier. Helen Thomas l'explique ainsi dans le *Financial Times* :

> Pour prendre un exemple simplifié, un fonds de pension achète 100 livres d'obligations d'État et les vend à une banque en s'engageant à les

> racheter dans un an à un prix donné. (Le fonds prend les 100 livres sterling qu'il a obtenues pour ses obligations et recommence : 100 autres livres sterling, une autre opération de pension. Et ainsi de suite. Et ainsi de suite.

Le troisième problème est que les régulateurs disposent de peu de données sur l'ampleur de l'effet de levier et n'exercent aucun contrôle sur celui-ci.

Curieusement, les régulateurs de la *Prudential Regulation Authority* [PRA, qui fait partie de la Banque d'Angleterre] *avaient* repéré la vulnérabilité des fonds de pension depuis plusieurs années déjà. Comme me le confiait récemment un initié :

> La grande question est de savoir pourquoi ni le TPR [The Pensions Regulator] ni la PRA n'ont repéré le risque de couverture d'un passif illiquide par un actif liquide. Je me souviens d'une sorte de querelle à ce sujet en 2015, où les superviseurs de niveau opérationnel ont été blâmés pour avoir soulevé ce problème. « Nous ne devons pas imposer aux entreprises plus de réglementations [charges] qu'elles ne peuvent en supporter », a été la réponse [révélatrice de la direction].

Malgré cela, la question a réussi à se frayer un chemin dans le *Rapport sur la stabilité financière* de novembre 2018 préparé par la Banque [6]:

> ... les gestionnaires de fonds qui gèrent les LDI des fonds de pension font état d'un suivi quotidien du niveau des actifs liquides détenus par ces fonds de pension par rapport aux appels de garantie potentiels qui pourraient survenir en cas de stress. Toutefois, *il n'est pas certain que les fonds de pension et les assureurs accordent eux-mêmes une attention suffisante aux risques de liquidité*. Par exemple, *les premiers travaux des services de la Banque* ont montré que *certains assureurs pourraient ne pas reconnaître pleinement tous les risques de liquidité pertinents*.

Le même rapport présentait également les résultats d'un stress test et concluait qu'il ne semblait y avoir « aucune vulnérabilité systémique

[6] Bank of England, *Financial Stability Report*, November 2018, Issue No.44. https://bit.ly/3FYlGr5. Souligné par l'auteur.

majeure ». Ils se sont clairement trompés sur ce point ! Je ne peux cependant pas dire que cela est surprenant car j'ai toujours soutenu que les stress tests réglementaires étaient pires qu'inutiles parce qu'ils offrent une fausse confiance dans notre capacité à maîtriser le risque. L'analogie qui convient est celle d'un navire qui se fie à un système radar pour détecter les icebergs, mais qui ne peut détecter les gros morceaux de glace flottants à la surface.

De plus, le fait qu'une entreprise échoue à un test de résilience entraîne des tracas inutiles pour les régulateurs eux-mêmes : l'entreprise se plaindrait à leurs supérieurs qui s'en prendraient alors aux responsables des stress tests et leur demanderaient de faire disparaître le problème. D'où la *Règle d'Or des Stress Tests pour les Régulateurs qui font des Stress Tests* : ne jamais effectuer un stress test sur une entreprise qui échouera. Au sein de la communauté des régulateurs cette Règle est un secret de polichinelle en matière de bonnes pratiques, mais elle demeure pratiquement inconnue en dehors de cette communauté. Je n'ai pas encore vu un seul cas où un tel test a correctement identifié une vulnérabilité clé à l'avance, mais j'ai vu de nombreux cas où ces tests n'ont pas su déceler des vulnérabilités qui ont plus tard conduit à des désastres spectaculaires qui auraient pu être évités.

Pour ne citer qu'un exemple, les lecteurs se souviendront peut-être des stress tests effectués par Joseph Stiglitz et ses collègues pour Fannie Mae en 2002[7]. Ils ont modélisé pour le marché du logement américain un scénario très défavorable « d'hiver nucléaire » qui perdurerait sur une décennie et ils en ont déduit que la probabilité de faillite de Fannie, même dans ce scénario défavorable, était pratiquement nulle. Pourtant, seulement six ans plus tard, Fannie et Freddie ont dû être nationalisées par l'État pour éviter leur faillite, ce qui a coûté des centaines de milliards de dollars aux contribuables américains.

[7] Kevin Dowd (2014) "Math Gone Mad: Regulatory Risk Modeling by the Federal Reserve," *Cato Institute Policy Analysis,* September, No. 754. https://www.cato.org/sites/cato.org/files/pubs/pdf/pa754_1.pdf

Pour en revenir au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre s'est rendu compte qu'il y avait un problème, a conclu à tort qu'il ne représentait pas un risque systémique majeur *parce qu'elle ne voulait pas qu'il le soit*, et n'a jamais donné suite. Ce risque systémique s'est ensuite retourné contre elle au pire moment possible, comme c'est souvent le cas.

Ces choses arrivent, mais elles arrivent trop souvent aux régulateurs financiers britanniques et le gouverneur Bailey lui-même a présidé à un bon nombre de fiascos réglementaires[8]. Pour être honnête, la Banque n'est pas responsable de la réglementation prudentielle des fonds de pension. L'autorité de régulation responsable des fonds de pension est « le » TPR (*The Pension Regulator*), mais il est de notoriété publique que le TPR est encore plus ignorant que les deux autres principales autorités de régulation, la PRA et la Financial Conduct Authority (FCA), et l'incompétence de la FCA (dont l'ancien directeur général est un certain Andrew Bailey) est légendaire. Et comment « le » TPR s'est-il planté, me direz-vous ? Eh bien, en poussant les régimes de retraite à investir massivement dans les LDI[9], pensant à tort que les LDI offraient une stratégie d'investissement à risque pratiquement nul qui les aiderait à résoudre leurs problèmes de déficit. Ensuite, le TPR n'a pas recueilli beaucoup de données sur les positions des LDI, de sorte que les régulateurs britanniques disposaient de données très insuffisantes à leur sujet au moment même où ils en avaient le plus besoin.

Nous avons donc trois régulateurs qui pourraient tout aussi bien être Curly, Larry et Mo [personnages principaux d'une série comique du style et plus ou moins de l'époque de Laurel et Hardy], et des défis juridictionnels et de coordination insolubles entre eux — même si l'un d'entre eux venaient à être bon—, tout cela confirmant, si besoin était, que la réglementation financière britannique n'est pas à la hauteur de l'objectif visé.

---

8 Voir http://bit.ly/40BU82z et http://bit.ly/3lDENA1.

9 Caitlin Ostroff, Jean Eaglesham et Chelsey Dulaney, « UK Regulator Pushed Pensions to Load Up on LDIs", *The Wall Street Journal*, October 4, 2022 at http://bit.ly/3lLY81Q.

maurice norbert - stock.adobe.com

Chute de la maison Bankman : que penser de l'affaire FTX ?

par
Jean-Pierre Chamoux

Jean-Pierre Chamoux, Professeur émérite à l'université Paris-Cité, a une longue expérience des industries et des services de communication. Ancien dirigeant d'un groupe d'éditions professionnelles, il anima le séminaire stratégique « European Communications Policy Research » (1985-2015) et, à l'université de Delft, la fondation « Next Generation Infrastructures » (1995-2010). Il contribua à privatiser les services audiovisuels et les télécommunications en France et à l'étranger. Lauréat de l'Institut, il a publié une vingtaine d'ouvrages et préside le Comité Jean Fourastié depuis 2007.

« Ce pelé, ce galeux, d'où venait tout leur mal ! »

Jean de La Fontaine : *Les animaux malades de la Peste*, Fables, VII, 1

La faillite de la plate-forme d'échange de cyber-monnaies FTX, installée dans l'archipel des Bahamas, au large de la Floride et de l'île de Cuba, défraye la chronique financière depuis les premiers jours de novembre 2022. Au-delà de son caractère spectaculaire, cette affaire réveille le débat politique, très acide, que soulèvent les jetons monétaires *dont le* Bitcoin *fut l'emblème principal depuis sa création en 2009. Après avoir fait capoter l'initiative du groupe* Facebook *qui tenta de lancer en 2019 une cyber-monnaie privée sous l'égide d'une fondation genevoise, sous la marque* Libra, *projet abandonné l'an dernier, les autorités monétaires, appuyées par une partie du monde financier et de la doctrine, semblent décidées à faire rentrer ces « jetons » dans le rang et à leur appliquer les obligations réglementaires et statutaires qui encadrent toute l'intermédiation financière : banques, bourses, fonds d'investissement, courtage en monnaies etc. Rebondissant sur une actualité encore chaude, cette chronique tente de résumer les faits et les circonstances et d'évaluer les premières retombées de la faillite FTX. Elle évoque pour conclure quelques leçons qui pourraient en être tirées pour l'avenir.*

1. Un point sur les faits

L'affaire FTX mûrit au cours des premiers jours de novembre 2022 : le 2 novembre, une information publiée par le site *Coindesk* souligne que le fonds d'investissement *Alameda Research,* fondé en 2014 par Sam Bankman-Fried[1], accumulait, depuis quelques semaines, des pertes qui pourraient menacer sa solvabilité. La plate-forme FTX (abréviation de *Futures Exchange* créée en 2019 par le même « SBF ») prête alors au fonds *Alameda* un portefeuille de jetons FTT (pour *FTX-Tokens*) émis par la plate-forme FTX. Cet actif est comptabilisé pour 5,8 Mds$, valorisé au

[1] Surnommé « SBF », par la chronique, il n'avait que vingt ans à l'époque !

prix de la cote qui tourne autour de 25 $ le jeton, de septembre 2022 aux premiers jours de novembre.

Binance, la principale plate-forme d'échange mondial de crypto-monnaies par son volume d'affaires, concurrent direct de FTX, comptait aussi à son actif, au même moment, un demi-milliard de dollars en jetons FTT ; or son patron et principal actionnaire Chang Peng Zao annonça brusquement le 6 novembre qu'il soldait cet investissement, effondrant ainsi le cours du jeton FTT qui tomba au-dessous de 3 $ pièce, pour ne plus remonter ! Cet intermède tragi-comique se poursuit pendant deux jours : *Binance* laisse entendre qu'il pourrait racheter FTX, puis se dédit ! Les dés sont dès lors jetés : le 11 novembre, *Alameda Research*, FTX, ainsi que leurs filiales, se déclarent faillis.

Tous les dirigeants de ces firmes sont démis de leurs fonctions ; un administrateur judiciaire prend le relais[2] tandis que des poursuites sont engagées à l'égard des principaux associés d'*Alameda* et de FTX, à plusieurs titres, aux Bahamas et surtout aux États-Unis : les chefs d'accusation retenus comprennent : l'association de malfaiteurs, le détournement de fonds, l'abus de confiance, le défaut de comptabilité, des manœuvres frauduleuses, l'abus de bien social etc.[3] Extradé des Bahamas puis libéré sous une caution de 250 millions $, assigné à résidence chez ses parents en Californie, Sam Bankman-Fried plaide non-coupable ; son associée et amie proche, Caroline Edison, directrice exécutive d'*Alameda-Research* ainsi que son copain Gary Wang, associé avec « SBF » depuis le début de cette vaste aventure, plaident coupables et disent coopérer avec la justice américaine.

---

[2] On apprendra vite qu'il s'agit de l'ancien liquidateur de l'entreprise ENRON qui fit dévisser le Nasdaq en l'an 2000 ; je reviens plus loin sur cette affaire ancienne, en conclusion.

[3] Par simplicité, j'utilise ici des expressions usuelles du droit français, au lieu des qualificatifs du droit américain.

2. Retombées visibles de cette faillite

Le Point du 8 décembre 2022 titra : « L'escroc du siècle », en première de couverture ; il publia un dossier de 22 pages rédigé à chaud par son envoyé spécial aux Bahamas qui rassembla des données sur les lieux, les gens et les conséquences les plus immédiates de cette affaire ; ce dossier de presse, comme celui d'autre journaux suisses, britanniques et américains, ne dépasse guère les apparences auxquelles se limitent, le plus souvent, les tabloïds : il reprend des *images d'Épinal* sur les îles paradisiaques qu'est censée fréquenter la *jet set*, sur le prix astronomique des hôtels de la Caraïbe, sur le comportement moutonnier des personnalités du spectacle, du sport, de la finance et de la politique mondiale qui furent associées aux manifestation organisées à grands frais par FTX depuis deux ans. Comme la plupart de ses confrères, ce magazine aborde peu le fond de l'affaire, sinon par une brève citation du patron de la plate-forme *Coinhouse* (anciennement : *La maison du Bitcoin*, installée à Paris dans le quartier du Sentier) qui mérite d'être relevée : M. Louvet déclara : « FTX n'est pas une météorite » !

Cette sentence touche au fond car la flamboyante réussite de « SBF » n'est pas magique ; elle repose au contraire sur une vérité empirique : les entreprises qui créent, qui échangent et qui valorisent des jetons quasi-monétaires comme Bitcoin et Éther, ne sont pas fondées sur du sable ; elles exploitent l'extraordinaire potentiel de mémoire et de rapidité de l'informatique et des réseaux pour multiplier, étendre et renouveler les services financiers, à une échelle vraiment mondiale[4].

[4] Comme le fit et continue de le faire l'*euro-dollar* qui répond aux besoins financiers liés, depuis les années 1960, à l'expansion du commerce, du tourisme, des transports et des industries à travers le monde. Voir, à ce propos : « Omniprésence du numérique », chapitre premier de : *L'ère du numérique 1 : enjeux des données massives*, ISTE, Londres, 2017 (pp. 25 à 48) ainsi que le chapitre 4 : « De l'euro-dollar aux cyber-monnaies : nature et portée de la disruption monétaire » de *L'ère du numérique 3 : des mœurs & des usages*, ISTE, Londres, 2021 (pp. 85 à 116). Gérard Dréan, Henri Lepage et Ejan Mackaay ont beaucoup contribué à la maturation de ces réflexions.

Premier état des lieux

Il faudra de nombreux mois pour faire l'état précis des actifs réalisables et donc du bilan réel de cette faillite. Elle impliquerait près d'un million de déposants et le montant global des dépôts piégés par cette affaire serait d'environ huit milliards de dollars, selon une première estimation de la CFTC [5] (*Commodities Future Trading Commission)* à laquelle se rattachait la pratique américaine de FTX.

Parmi les nombreux clients de FTX-*Alameda,* plusieurs sont de *grands comptes* dont les dépôts équivalent à des dizaines ou des centaines de millions de dollars. La plupart d'entre eux sont des investisseurs professionnels qui ont déjà assumé leurs pertes : des fonds d'investissement ou de capital-risque comme *Softbank* (100 M$), *Temasek,* fonds souverain singapourien (210 M$), *Bravo* (130 M$) ou *Sequoia Capital* (200 M$) etc. D'autres sont gérants de fortunes et de « *families offices* » (par exemple : *Iconiq Capital* qui gère les intérêts des fondateurs de *Facebook, Twitter* ou *Netflix*). Tous sont parfaitement au fait des risques qu'ils assument puisqu'ils placent le capital de leurs bailleurs de fonds dans des sociétés technologiques inventives *dont l'objet social implique des opérations incertaines et risquées.* Ce sont ces investisseurs professionnels que visaient les rassemblements spectaculaires organisés à grands frais par Bankman-Fried au cours de la vie sociale de FTX, à Miami ou aux Bahamas tout particulièrement.

A ces grand-messes, « SBF » et ses associés convièrent, comme *ambassadeurs itinérants* et, comme hommes-sandwiches, des *célébrités* du spectacle, du sport et des médias qui y participèrent soit parce qu'ils investissent eux-mêmes dans l'immobilier aux Bahamas ; soit comme animateurs rémunérés ! Toutes ces personnalités, politiques ou non, qui ont prêté leur nom et honoré de leur présence ces manifestations doivent évidemment en assumer les retombées[6].

---

[5] Cette commission fédérale enregistre à Washington les opérateurs agréés aux Etats-Unis pour le courtage de produits dérivés et de marchandises.

[6] Que sont venus faire dans cette galère d'anciens hommes politiques

Aux investisseurs institutionnels précédents se joignirent, comme partout où souffle l'esprit de risque depuis les années 1960, des individus qui vivent en osmose avec le milieu de l'informatique, de la communication, du jeu vidéo et des logiciels libres. Cette petite foule *d'aficionados* des technologies et du logiciel est apatride, nombreuse, mobile et de styles très variés : *petits génies* de l'informatique, codeurs, avocats, boursicoteurs, consultants etc. C'est en son sein que se recrutent les auteurs de blogs qui commentent, suivent et critiquent les cyber-jetons, les produits dérivés liés à ces jetons ainsi que les rencontres de ce microcosme très vivant ; cette foule bigarrée compte de petits entrepreneurs (*start-up*) nichés dans les deux Amériques, en Asie, en Europe et même en Afrique. Parmi eux se recrutent les développeurs qui entretiennent et conçoivent les plates-formes. Beaucoup d'entre eux ont ouvert des comptes en FTT (et dans d'autres jetons) tout en étant bien conscient du danger[7]. Initiés, ils savent ce qu'ils font, à la différence de ces moutons de Panurge qu'invoquent souvent les autorités politiques qui veulent protéger des *consommateurs inconscients* contre le mauvais sort !

Alors que trois mois se sont déjà écoulés depuis la faillite FTX, il n'apparaît guère que la chute de la maison « SBF & C° » ait entraîné de grandes pertes chez les petits porteurs que vise l'appareil consumériste qui protège les *parieurs imprudents* ! Certes, quelques plates-formes, partenaires d'*Alameda* et de FTX, devront éponger leurs pertes ; mais aucun trouble majeur n'a secoué ni la place de New York ni d'autres grandes places ; pas de contagion, pour le moment, aux bourses de valeur ni aux marchés monétaires. L'*effet domino* (que l'on baptise parfois : « systémique ») n'a pas eu lieu, jusqu'à ce jour. Cette faillite devrait donc, à l'échelle historique, être un accident moins dramatique

comme Bill Clinton et Tony Blair ? En revanche, Philippe Davis, premier ministre des Bahamas, accueillit les animateurs de FTX avec une bienveillance compréhensible : il espérait que la richesse présumée de cette plate-forme retomberait en pluie fine sur ses terres !

[7] Comme ces *conquérants de l'inutile* décrits par un alpiniste célèbre des années 1950, Lionel Terray !

que ne l'ont cru la majorité des commentateurs depuis novembre 2022[8].

Marquée par les ordinateurs, par les téléphones portables, par des réseaux mobiles, par les réseaux sociaux et par les plates-formes d'intermédiation, « L'ère du numérique » est coutumière d'essais et d'erreurs constants d'où émergent, à la longue, ces *pépites* qui marquent notre siècle : les GAFA, dont chacun se sert chaque jour, en sont l'étendard[9] ! Une interrogation s'impose donc : cette faillite n'est-elle qu'un incident de parcours comme on en relève dans toute l'histoire économique ? Au cours du XIX° siècle, par exemple, la sidérurgie, les réseaux ferroviaires, l'industrie chimique, le pétrole et la pétrochimie furent accompagnés par une floraison d'entreprises dont beaucoup disparurent prématurément. Il en fut de même depuis la naissance de l'industrie automobile, de l'électromécanique et de l'aviation au XX° siècle[10]. Et, plus proche de nous, le long de la *Route 128* de la région de Boston, là où fleurirent tant d'entreprises d'électronique et d'informatique dont une grande partie disparut en moins de dix ans. Faut-il alors vraiment s'inquiéter du sort de FTX ?

Disruption des intermédiaires financiers

Au lendemain de la grande crise de 2007-2008, le Bitcoin, premier système de paiement décentralisé, s'affranchit des intermédiaires financiers en exploitant la cryptographie moderne, mise en œuvre sur des ordinateurs portables ; ce système offre une sûreté technique qui dispense de faire appel au banquier ; cet intermédiaire n'est plus nécessaire pour échanger des signes monétaires. Sa *chaîne de blocs* qui

---

8 Voir l'excellent *blog* de G. Selgin : https://www.cato.org/blog/bank-crypto-runs-factx-vs-fiction 21 novembre 2022.

9 La capitalisation boursière de Facebook, de Google et même d'Apple se contracte depuis plusieurs mois ; ce n'est une surprise que pour ceux qui oublient le proverbe latin : « la *Roche Tarpéienne* est proche du *Capitole* » !

10 Floraison d'entreprises nouvelles et sélection naturelle que Joseph Schumpeter avait si bien nommées : « destruction créatrice » : *Capitalisme, socialisme & démocratie,* trad. G. Fain, Payot, Paris 1954, pp. 164-65.

enregistre toutes les transactions effectuées en Bitcoin en est le *grand livre,* accessible à tous, partout et à tout moment[11].

Ce système a fait école. Il est aujourd'hui reproduit sous de multiples formes, avec un très grand nombre de variantes (par dizaine de milliers, semble-t-il, à travers le monde) dont seulement quelques dizaines sont exploitées à une large échelle. Et pourtant, les usages réellement monétaires de Bitcoin et des autres jetons monétaires sont peu nombreux et de faible diffusion dans le grand public ; la réticence manifeste de nombreux États n'a pas facilité les choses car, depuis des siècles, la monnaie reste l'un des attributs traditionnels du *Prince* qui protège son monopole d'émission dont il tire de nombreux avantages, politiques, financiers et fiscaux et qu'il n'est disposé à partager avec personne !

Cyber-monnaies & ICO

Mais, à défaut d'usage quotidien, les jetons monétaires ont trouvé un vrai débouché pour *lever des fonds d'amorçage* dans des circonstances où l'intermédiation bancaire est chère, lourde et circonspecte face au risque et à l'innovation : les entrepreneurs en herbe se tournent donc rarement vers des banques[12]. Et les créateurs de *start-up* ont décidé de collecter du capital en échangeant des jetons électroniques contre de l'argent frais, moyennant soit une promesse de

---

[11] Expression consacrée des comptables, le « grand livre » d'une entreprise récapitule les transactions effectuées, par ordre chronologique et par nature ; il est, avec les journaux (de ventes, d'achats, de banque etc.) une base de la comptabilité en partie double (en anglais : *ledger*). Conservé sur un registre informatique codé, protégé et dédoublé en de nombreux endroits différents, ce registre forme la « chaîne de blocs ».

[12] Ce mécanisme peut engager un cercle vertueux : les entrepreneurs qui réussissent jouent ensuite le rôle du capital-risqueur : en Amérique du Nord, Peter Thiel, américain d'origine allemande, est un prosélyte de cette méthode qu'il a illustrée — et quelque peu théorisée — avec l'aide de Blake Masters dans : *Zero-one,* Virgin Books, New York 2014 [traduction chez J-C. Lattès, Paris 2016].

service, soit d'intéresser l'investisseur au succès futur, soit de l'associer à la vie de leur nouvelle entreprise, soit d'un autre engagement lié à la réussite de leur pari. Lancé sur un site internet *ad hoc*, cet appel à l'épargne rappelle les tontines qui rassemblaient jadis l'épargne d'un groupe quasi-familial pour financer, par exemple, l'établissement d'un commerce ou d'un artisan ; comme la tontine, la levée initiale de capital en contrepartie de jetons (en anglais *ICO* pour *Initial Coin Opening*) évite la procédure lourde, coûteuse et contraignante de l'appel public à l'épargne qui est étroitement encadrée par des règlements tatillons d'inspiration consumériste.

Cette pratique connut le succès à partir de 2013, à peu près au moment où le système de bitcoin et ses émules commençaient à être repérés par le public informé[13]. En occident, elle fut portée par la mode du « financement collaboratif » promue par des milieux écologistes et par les zélateurs du « bio » ; ainsi que par les tenants d'une économie « marchande et collaborative », ce *tiers secteur* qui plonge en partie ses racines dans l'utopie proudhonienne du XIX° siècle[14] !

Les jetons numériques émis pour lever des fonds ne s'adressent pas au grand public mais à des amateurs éclairés qui sont prêts à risquer une partie de leur argent sur un projet risqué et qui en sont conscients. Ces émissions visent donc une cible étroite[15] et leurs règles sont fixées par un « livre blanc » établi par l'émetteur, opposables à lui comme aux tiers qui y souscrivent : on y définit la nature, l'objet et les caractéristiques des jetons à émettre, en contrepartie soit d'un dépôt d'espèces soit d'un autre gage, par exemple des Éther apportés par le

---

13 L'explosion des services d'intermédiation sur Internet stimula aussi la demande de financement en Chine populaire, un élan qui fut vite stoppé par les autorités communistes !

14 On consultera à ce propos : G. Dang N'Guyen : « L'économie collaborative, de quoi parle-t-on ? », chapitre 4 de : *L'ère du numérique 2 : l'économie revisitée*, ISTE, Londres 2018 (pp. 121-142).

15 L'une des premières *ICO* reçut l'équivalent de 500.000 $ en 2013 pour financer la conception du Master coin qui fut renommé Omni en 2015 lors d'une opération qui leva 7 M$. *cf. https// : www.weusecoins.com* (lu en janvier 2023)

souscripteur. Cette charte précise les droits attachés aux jetons, les conditions et la durée de l'émission, les valeurs acceptées pour y souscrire (devises traditionnelles ou cyber-monnaies). Ces émissions sont régies par le contrat qui forme la loi des parties, sans intermédiaire de banque ni de bourse. Au premier semestre 2017, ces *Initial Coin Offerings* (*ICO*) levaient déjà l'équivalent d'un milliard de francs suisses à Zoug, ville et canton spécialisés dans ce domaine.

La plupart des opérateurs financiers (banques et bourses) ont interprété les *ICO* comme une menace ; sous divers prétextes, ils ont donc été soit purement interdits, dès 2017 en Chine, sous peine de lourdes sanctions parce qu'elles permettent d'esquiver le contrôle, préalable et donc politique, de l'investissement. Elles sont soumises ailleurs à des contraintes qui les assimilent, plus ou moins, aux titres cotés : la *SEC* américaine[16], par exemple, décida en juillet 2017 — en même temps qu'en Chine ! — que les jetons numériques sont des « titres » (*securities*). Cette interprétation détourna les émetteurs d'Amérique si bien qu'une partie des émissions se fit ailleurs : la place suisse favorisa l'installation d'un bon millier d'entreprises de ce type à Zoug. Et, pour la petite histoire, deux de ces émissions eurent une valeur exemplaire :

– celle du jeton *Ethéreum* qui fut émis en juillet 2014 par la Fondation suisse qui porte ce nom, en contrepartie du dépôt initial de 31.000 Bitcoins ; l'Éther est devenu ensuite le cyber-jeton dont l'impact global est le plus significatif et le plus original ; c'est l'un des plus utilisés après le Bitcoin qui domine largement le marché ;

– celle de *Tezos* fut lancée à Zoug en 2017 par Kathleen (financière américaine) et Arthur Breitman (polytechnicien français) qui levèrent l'équivalent de 230 M$ (contre-valeur de l'époque) sous la forme de 65.000 Bitcoin et de 360.000 Éther. Toutefois, cette *ICO* record faillit tourner mal : résident suisse d'origine sud-africaine, le président de la Fondation Tezos, dépositaire des souscriptions, bloqua ces fonds,

[16] *Securities & Exchange Commission :* autorité de surveillance des marchés financiers aux États-Unis, ci-après : SEC.

forçant les fondateurs à un arrangement avec lui avant de libérer les dépôts (tant en BTC qu'en ETH) ; les jetons subirent de très fortes variations de cours à cette période[17] !

3. Des leçons pour le long terme ?

Je viens d'examiner *ce que chacun peut voir,* au premier coup d'œil ou presque : la chute de la maison FTX se comprend d'abord parce que ses animateurs se sont éblouis eux-mêmes, tant par péché d'orgueil que par inexpérience ; mais s'ils ont trompé leur monde, il faut admettre que ce monde s'est aussi trompé sur leur compte et qu'il a, plus ou moins consciemment, surestimé la résilience de FTX, face aux coups du sort !

On ne peut toutefois borner l'analyse à cela : poursuivant l'aphorisme de Bastiat, il faut aussi examiner froidement *ce que l'on ne voit pas* de cet échec patent, penser au-delà des lieux communs qui vouent ces jeunes gens aux gémonies, ne pas les traiter comme ce « bouc émissaire » que l'on sacrifie afin d'effacer ses propres turpitudes : leur chute brutale, après une réussite flamboyante, quelle leçon en tirer pour l'avenir ? Quelques réflexions raisonnées concluent donc cette note.

Leçons pour les entrepreneurs

Première remarque : des imprudences — peut-être des malversations ? — ont provoqué la chute de FTX dont la vie quotidienne avait, semble-t-il, échappée tant à la vigilance des autorités qu'à celle des contrôleurs qui doivent vérifier la sincérité des comptes et la gestion d'une entreprise commerciale. Une sincérité d'autant plus essentielle lorsque cette entreprise effectue des opérations fiduciaires, fonction-

[17] Le cours du BTC a beaucoup fluctué entre juillet 2017 (2.500 $ à la date de l'*ICO*) et décembre 2017 (cours supérieur à 15.000 $) pour redescendre, six mois plus tard, en dessous de 3.500 $. La volatilité de ce cours a-t-elle ébloui le président de la Fondation *Tezos* ? Remis désormais sur des rails, *Tezos* et sa Fondation offrent aujourd'hui un service de portefeuille électronique (*wallet*) portable et sûr !

même d'une plate-forme d'échange.

Je note que d'autres accidents, antérieurs à celui de l'équipe FTX, ont frappé des plates-formes au cours des mois derniers, révélant des fragilités parfois différentes de celles qui condamnèrent « SBF ». Deux de ces accidents pourraient éclairer la lanterne de futurs entrepreneurs : le premier concerne les cyber-jetons *Terra/Luna*, qui faillirent au mois de mai 2022 ; et le second la plate-forme de prêt *Celsius*, défaillante en juillet 2022.

L'opération *Terra* était une *poupée russe* à trois niveaux : A/ une fondation de Singapour pilotait l'émission du jeton *Luna*, dans des conditions un peu semblables à celle des fondations suisses évoquées plus haut pour Éther ou pour *Tezos*. B/ la collectivité des mineurs du *Luna* devait maintenir la parité de ce jeton avec le dollar américain. Et C/ le protocole algorithmique reliant *Terra* et *Luna*, devait piloter le minage de *Luna* en fonction du cours constaté sur le marché secondaire !

Il semble que le décrochage du jeton par rapport au dollar ait provoqué une brutale inflation du nombre de *Luna* minés, effondrant ainsi son prix, faute d'acquéreurs. De plus, les clients de la plate-forme reprirent plus de la moitié de leurs dépôts, pour un montant estimé à 7,5 Mds de dollars US ! Au bilan de la plate-forme, l'actif de jetons et d'espèces s'effondra, rendant *Terra/Luna* insolvables ; s'agit-il d'une conception maladroite de l'algorithme qui dériva lorsque le prix baissa trop vite au-dessous du pair ? Inverse du prix du *Luna* en dollar, le nombre de jetons émis tendit vers l'infini contribuant à l'effondrement du cours : il ne faut jamais diviser un paramètre par zéro[18] !

L'affaire Celsius est différente : fondée à Londres en 2017, cette plate-forme de prêts s'établit dans le New Jersey ; elle fut adoubée par la *SEC* américaine. Elle recevait des dépôts en cyber-monnaies, portant intérêt mensuel (une quarantaine de jetons étaient admis à ce titre en 2022) ; *Celsius* prêtait à court terme (de six à 36 mois) soit en dollars, soit en cyber-jetons représentatifs du dollar (en anglais : *stable coins*). Chaque

[18] Le blog de Daniel Neilson : https://www.soonparted.co/p/negative-space illustre bien ce schéma comptable (19 nov. 2022).

prêt s'appuyait sur un dépôt collatéral en cyber-monnaie qui ne portait, en revanche, aucun intérêt.

Financée par *ICO*, *Celsius* émit 325 millions de jetons CEL en contrepartie d'un apport de 50 M$ d'espèces. Confrontée à la ruée soudaine de clients soucieux de retirer leur dépôt à temps (un traditionnel *bank run*) *Celsius* suspendit *sine die* les retraits-clients en juin 2022 ; elle comptait près d'un million et demi d'utilisateurs pour 20 Mds de dollars en prêts et avoirs. Sa direction fut suspectée de manipuler le cours de son jeton CEL en le rachetant sur le marché, une manœuvre que pratiquent couramment les firmes cotées en bourse dont la trésorerie permet de racheter une partie des titres en circulation afin d'en soutenir effectivement le cours ! Plus dolosives, peut-être, d'importantes cessions de jetons CEL, vendus par le principal fondateur de *Celsius*, lui sont reprochées. La mise en faillite a arrêté les compteurs le 16 juillet 2022.

Que déduire de ces deux cas : le premier (*Terra-Luna*) a peu de similitude avec FTX car, au contraire de celle de « SBF », il semble que cette faillite soit imputable à un automate trop confiant dans la rétroaction programmée qui aurait dû maintenir *Luna* à parité avec le dollar : la division par zéro est déconseillée pour maintenir une parité ! Le cas *Celsius* peut, au contraire, se comparer à celui de FTX : soupçon de manipulation de cours, soupçon d'intérêts personnels et/ou de détournement d'actifs, soupçon de puiser dans les dépôts-clients pour faire vivre l'entreprise ou ses dirigeants !

En résumé : avec ce que nous savons, les erreurs d'appréciation ou de management et les maldonnes de conception (cas de *Terra-Luna*, peut-être de *FTX-Alameda*, l'avenir le dira) ne sont-elles qu'un péché de jeunesse d'une activité émergente ? L'apprentissage est souvent rapide[19]. Il est irremplaçable. Il faut donc le laisser-faire avant d'intervenir par

[19] On l'a déjà constaté lors du passage du web initial au Web 2 et, actuellement, avec la préparation du web 3-metavers ! Souvenons-nous, cependant, que le droit s'élabore lentement : la jurisprudence se construit patiemment mais elle est plus durable qu'une loi dictée par les circonstances ou par l'impulsion du moment !

un acte d'autorité : les entrepreneurs du *net* apprennent tous leur métier sur le tas, surtout sur des marchés nouveaux dont la défaillance n'a rien de systémique, ce qui est le cas des *ICO*, me semble-t-il !

Leçons pour réviseurs et analystes

Il semble bien qu'aucun auditeur ni aucun expert-comptable n'ait été mis en cause au lendemain des faillites que je viens d'évoquer. Il est vrai que la fonction d'audit n'est pas simple en l'occurrence, étant donné, d'une part, le caractère intangible et logiciel des activités qu'il faut surveiller et, d'autre part, la célérité, l'ubiquité et la volatilité des engagements, des valeurs et des prix qu'impliquent les fonctions de changeur et de dépositaire, ainsi que les risques encourus de ce fait. C'est une raison supplémentaire pour compter sur la diligence et sur l'expérience des contrôleurs et des analystes de métier !

On doit à cet égard souligner que, si FTX n'existait que depuis quatre ans, *Alameda Research* aurait eu huit ans révolus cette année : sept exercices complets auraient dû permettre aux réviseurs de se faire une idée sur ce fonds de commerce, sur ses pratiques managériales et sur les risques éventuels. Sinon, à quoi servent-ils ? D'autant que les sommes importantes engagées par les levées de fonds et l'enjeu, tout particulier, d'une plate-forme d'échange, n'ont jamais été cachés ; pas plus que la personnalité débordante d'un animateur comme « SBF » qui crève l'écran et attire donc l'attention de tout un chacun ! Que dire des autres experts qui ont examiné les résultats d'*Alameda* pendant sept exercices, marqués par l'*ICO* et par des apports milliardaires en dollars ? Tous ont-ils assumé leurs « diligences normales » ou ont-ils seulement endossé, sans trop y regarder, des dossiers pas très bien ficelés ?

Certes, la jeunesse et la très vive intelligence financière, technique et commerciale de cette petite équipe a pu éblouir son entourage. Mais, au-delà de ses qualités, cette jeunesse a aussi ses défauts : l'un d'entre eux, répandu au jeune âge, étant l'imprévoyance ou l'inconséquence qui s'effacent avec le temps ! Cela aurait pu éveiller la sagacité de professionnels confirmés qui, jusqu'à preuve du contraire, n'ont peut-être pas été très vigilants ! Enfin, au-delà des comptables, comment se

fait-il que les analystes financiers, nombreux à rendre compte des faits et gestes de Bankman-Fried et de ses acolytes au fil des années, n'aient rien remarqué ? Se contentaient-ils seulement de faire écho aux promesses de FTX, de profiter d'une aubaine, de décrire un succès spectaculaire... quitte à s'en détourner dès que cette machine s'est déglinguée ? Autant de questions auxquelles on peut espérer que l'enquête apporte des réponses, au fil des mois d'instruction.

Je dois évoquer aussi les avocats et les autres conseils qui ont accompagné « SBF » depuis ses débuts. Connaissant le champ d'expertise de ses parents, on peut suspecter que plusieurs de ces conseils ne sont pas très éloignés d'un noyau familial qui n'est pas né de la dernière pluie : enseignants à Stanford, ses parents n'ignoraient guère, semble-t-il, les brillantes initiatives de leur fils ; ils sont d'ailleurs venus près de lui dès que le vent a tourné et lui fournissent un asile californien depuis qu'il a été extradé des Bermudes. Avaient-ils repéré ses faiblesses ? Présents auprès de leur fils aux derniers jours avant l'hallali, ces intellectuels, au fait de la finance contemporaine, ont-ils suivi toute cette aventure ? Se sont-ils seulement rués aux Bermudes, au dernier moment, pour protéger leur fils et pour sauver les meubles ?

Je dois enfin rapprocher la triste fin de « SBF » d'une autre faillite, autrement plus grave en termes socio-économiques, survenue aux lendemains de l'an 2000 : la chute de la maison *Enron*, pépite de la place de New York il y a plus de vingt ans, entraîna une longue série d'épurations et de procès à charge contre les conseils, les comptables et les financiers qui avaient bénéficié pendant des années des largesses de cette entreprise exceptionnelle dont l'action et l'imagination créatrice préfigurèrent le fonctionnement des marché énergétiques actuels[20] !

[20] *Enron* a imaginé et mis en œuvre une activité de courtage qui améliora considérablement la distribution du gaz naturel américain. Comme l'échange actuel des cyber-jetons, cette plate-forme dédiée au gaz mobilisait des fonds très importants. *Enron* développa une ingénierie financière remarquable, soutenue par de puissants partenaires financiers. Cette entreprise a failli lors du retournement du marché Nasdaq en mars 2000. Ce très grave défaut entraîna

Qu'en sera-t-il de FTX ?

Comparaison n'est pas raison, je l'admets ! Mais on ne peut éviter d'examiner l'entourage de ceux que la vindicte publique met au pilori : qui, autour de « SBF » et des autres entrepreneurs que j'ai évoqués au passage, a manqué à sa tâche ? Qui s'est servi, avant de rendre service ? Qui s'est laissé éblouir par les feux de la rampe allumée par FTX ? S'ils ont failli, les surveillants de telles entreprises devraient être aussi entendus, tout autant que les dirigeants qui les ont mandatés...

Certes, ce n'est pas « en doublant les agents doubles » ni en instaurant des « agents quadruples »[21] que l'on réglera cette question, vieille comme le monde ; mais en rappelant les obligations et les dangers qu'impliquent de telles fonctions : réviser ou certifier des comptes n'est pas une sinécure ; une telle mission réclame certes de la compétence, mais aussi de la vertu. C'est la seconde leçon que m'inspirent ces faillites.

Leçon pour les régulateurs

« Last but not least » : pour terminer, j'en viens aux régulateurs, à ces institutions que multiplient nos pays et nos instances plurinationales depuis la fin du siècle dernier. Ces autorités publiques encadrent, de plus en plus en détail, les marchés financiers, les banques, les assurances, le courtage, la concurrence, les transports, la communication et même les droits humains et le sport, comme si tout cela devait être inclus dans les prestations garanties par notre État-

dans sa chute la grande firme de conseil et d'audit *Andersen*. Voir par exemple Christine Zunello : « Enron, une entreprise américaine en question », https://books.openedition.org/psn/5514?lang=fr.

[21] L'expression est du dessinateur-polémiste François Lejeune, connu par son nom de plume Jean Effel (1908-1982) : dans ses cahiers de guerre, tenus à Londres pendant les années noires de l'occupation allemande, Effel faisait allusion au symbole de Vichy, la francisque, et aux retournements de veste des collaborateurs français, à la veille de la Libération en 1944.

Providence à tous et à chacun[22]!

L'encadrement de la monnaie, des marchés financiers et du crédit entrent depuis toujours dans le « domaine réservé » de la puissance publique. On sait, à ce propos, l'importance qu'accordent tous les pays, tout particulièrement les États-Unis, aux autorités monétaires, tant pour les prestations financières que pour les bourses de valeurs ou de marchandises. Par ailleurs, le dollar étant de nos jours la seule « monnaie globale », les prescriptions américaines s'appliquent, par extension impériale, à tout dépositaire d'espèces décomptées en dollars ! Or, je l'ai signalé plus haut, la très grande majorité des cyber-monnaies et des jetons qui les représentent, sont attachés soit au dollar (cas des *stable coins*) soit à des plates-formes (comme *Binance*) dont la cotation et les contreparties font principalement référence à la monnaie américaine. Autant dire que « l'écosystème » des cyber-monnaies vit en osmose avec le « roi dollar » et donc avec ses *régulateurs.*

Inauguré par Bitcoin, cet « écosystème » comprend des milliers de jetons (ou de signes quasi-monétaires) qui aboutissent ou qui proviennent de dollars. C'est pourquoi, au-delà des apparences, aucun opérateur mondial n'échappe aux règles américaines, particulièrement depuis que les sanctions politiques s'ajoutent à celles, plus anciennes mais toujours en vigueur, qui prétendent lutter contre le terrorisme, la drogue et le grand banditisme, tous entièrement alimentés en dollars ! J'ajoute que les moyens d'action et d'intervention de la puissante Amérique sont aptes à saisir et à poursuivre toute activité qui naît d'un mouvement de dollars : dans tous les pays, à l'exception peut-être de la Chine populaire et de la Russie actuelle, sans que l'on puisse en être certain, des dispositions dites « *know your customer* » sont imposées aux opérateurs financiers, qui doivent déclarer tout mouvement de fonds

[22] L'un de mes ouvrages collectifs faisait déjà écho aux préoccupations qui vont suivre : *Deregulating Regulators ? Communication Policies for the Nineties,* IOS Press, Amsterdam 1991. Ma préface s'ouvrait ainsi: « *Following the operators' deregulation which started in the past decade, will the regulators new powers be challenged?* » La lecture du *Journal officiel de l'Union européenne* y répond : c'est non, car l'Union complexifie toujours ses règles.

« qui paraîtrait suspect », une incroyable présomption de fraude contre laquelle ne s'élève, pour le moment, aucune autre autorité politique du monde dit « libre » !

Peut-on imaginer, dans ces conditions, qu'un personnage comme « SBF », qui est au surplus citoyen américain, échappe à la surveillance qu'exercent les autorités civiles (et militaires) à l'égard de toute activité financière qui risquerait de court-circuiter les règles fédérales, même à l'échelle extra-territoriale ? Il est évident que non. Il faut donc admettre que le bras armé de *l'Oncle Sam* peut intervenir partout où se nichent des services susceptibles de rétroagir sur la finance américaine, ou même sur la finance mondiale. Ce poids qui pèse sur les Américains et sur tous ceux qui utilisent le dollar, même en dehors des États-Unis, peut aussi mobiliser un régulateur américain qui peut soit laisser-faire et laisser venir ; soit décapiter une activité qu'il estime contraire aux intérêts ou aux règles américaines, selon son bon vouloir ou son intention politique.

On a ainsi vu se liguer, depuis deux ans, les procureurs de presque tous les États fédérés afin de poursuivre *Facebook*, lui faisant grief d'un *comportement déloyal et anti-compétitif*[23]. Le mal qui résulte de telles accusations est souvent profond : il rompt la confiance, perturbe les relations commerciales et détruit l'image de l'accusé, quel que soit l'issue du contentieux, qu'il aboutisse à une condamnation ou non. Une attaque en règle contre un prestataire financier qui serait accusé, par exemple, de n'avoir pas dénoncé un mouvement de fonds susceptible d'alimenter un réseau terroriste, voire un taxi fiscal, serait très dolosive car, étant purement accusatoires, ces menaces ruinent vite une réputation, même après un non-lieu ; et c'est pourquoi aucune banque occidentale, ni aucune multinationale européenne ou japonaise ne prend le risque de s'y faire prendre.

Dans le monde actuel, un tel procès d'intention minerait à coup sûr

[23] Pour un complément sur les poursuites engagées contre *Facebook*, voir : *L'ère du numérique 3 : des mœurs & des usages*, ISTE-Wiley, Londres, 2022 (pp. 248-50).

un opérateur financier. Il est donc très improbable que la plate-forme FTX ait agi depuis les Bermudes sans que les autorités américaines en ait suivi l'action. Il est inconcevable qu'une firme aussi visible, n'ait pas été surveillée, ce qui soulève les questions suivantes : pourquoi sa chute fut-elle si brutale et si peu amortie ? Comment le régulateur auquel FTX devait des comptes, la *CFTC* américaine qui surveille le courtage des matière premières, n'a-t-elle rien vu venir ? Pourquoi la *SEC* (qui laissa grandir l'exploitation de *Celsius*) n'a-t-elle pas tiré une sonnette d'alarme ? A quoi servent toutes ces règles, coûteuses et tatillonnes, qui alourdissent les marchés financiers, si personne ne pressent l'orage destructeur qui fit tomber *FTX-Alameda* ?

George Stigler, qui reçut en 1982 le *Nobel* d'économie, avait dévoilé cet *effet pervers de la régulation* qu'il nomma « la capture du régulateur » par le milieu régulé[24]. Dans les cas que j'évoque ici, on pourrait se demander, par exemple : quelqu'un a-t-il mené le bal ? Des banques, le Trésor, la *Federal Reserve*, des intérêts politiques ou d'autres espéreraient-ils que la finance décentralisée reçoive un coup d'arrêt ? Et que soit calmée l'ardeur de ces fourmis qui explorent le potentiel des technologies de communication et les réseaux cryptés, en espérant bâtir une nouvelle finance ?

Souhaitons que l'enquête apporte quelques réponses à ces interrogations. Mais, au bout du compte : le temps n'est-il pas venu de « déréguler ces régulateurs » qui imposent à leur guise leur conception de l'ordre, sans s'inquiéter vraiment des troubles incidents qu'ils provoquent ? Ni « SBF » ni les animateurs de *Celsius*, de *Binance* ou de *Luna/Terra* ne sont certes des anges désincarnés ; mais ils explorent ; et s'ils s'égarent en chemin, laissons-les se planter dans le sable : perdre sa boussole n'est vraiment grave que pour celui qui la porte ! Imposons-leur seulement de ne pas trahir leurs dépositaires, en dollars ou en Éthers ; et laissons-les expérimenter à leur guise : qui peut prédire ce qui en sortira ?

[24] G. Stigler (1971) “The theory of economic regulation,” *Bell J. Eco. & Mngt. Sc.* Printemps, Vol.2, No1, pp. 3-21.

Pour en savoir plus :

Une abondante revue de presse a couvert l'accident FTX ; les articles du *Financial Time,* du *Wall Street Journal* et du *New York Times* décrivaient les faits au jour le jour.

– Le dossier publié par *Le Point* indique les principales phases de l'affaire et il éclaire les principales personnalités impliquées.

– De nombreux *blogs* ont exprimé des opinions ou fourni des compléments d'enquête sur ce dossier ; plusieurs sont cités en note de bas de page.

– Le *Centre de droit bancaire et financier* de l'université de Genève (*UniGe*) suit et commente attentivement les dispositions légales et prudentielles concernant les crypto-actifs et les émissions de jetons électroniques, notamment en Suisse. https://cdbf.ch

– Le site coindesk.com est une source incontournable pour suivre l'écosystème des jetons électroniques et les cyber-monnaies, y compris la cotation de ces signes en dollar américain.

– Quelques articles très critiques de Steve Hanke méritent le détour et la discussion, par exemple : « How Innovative is Crypto ? » (avec Matt Sekerke) *National Review* , Oct. 12, 2021.

En défense du libéralisme : omniprésence des défaillances de marché dans l'économique et le politique

par
Reiner Eichenberger et David Stadelmann

1. Introduction[1]

Les libéraux sont convaincus que les marchés fonctionnent le plus souvent mieux que le gouvernement. Mais ils sont également conscients de la théorie des défaillances du marché selon laquelle les marchés ne fonctionnent pas toujours correctement. Pour cette raison, un nombre surprenant de libéraux y compris d'économistes libéraux ont tendance à trouver difficile de s'opposer à l'intervention de l'État ; intervention qui est généralement demandée par la plupart des hommes politiques de tous bords, et en particulier par les partis de gauche. D'autres libéraux se contentent de nier l'existence des défaillances du marché, et d'autres encore ont recours à la diabolisation de l'État. Nous soutenons que ces deux stratégies ne sont ni fondées ni nécessaires et proposons de leur substituer une approche plus prometteuse consistant à unifier les différentes réserves à l'encontre de l'intervention des gouvernements autour de la théorie des défaillances du marché.

Reiner Eichenberger est Professeur d'économie à l'Université de Fribourg, Suisse. Il est également directeur de recherche au CREMA (Center for Research in Economics, Management and the Arts). Selon la Neue Zürcher Zeitung, il fait partie des économistes les plus influents en Suisse.

David Stadelmann est Professeur à l'Université de Bayreuth en Allemagne, membre du CREMA et de l'Institut de recherches économiques et fiscales (IREF). Il a reçu plusieurs prix pour ses travaux de recherche sur l'économie politique, l'économie publique et l'économie institutionnelle.

[1] Les auteurs tiennent à remercier Marco Frank et Patricia Schafer pour l'aide qu'ils ont apportée à cette recherche aussi bien que pour leurs commentaires inspirants.

Pour ce faire, nous recommandons aux libéraux d'accepter deux vérités dérangeantes : premièrement, dans une certaine mesure les marchés échouent en permanence. La défaillance du marché dépend généralement de conditions clairement identifiables. Deuxièmement, le pouvoir politique lui-même est un marché avec des caractéristiques bien particulières qui l'exposent à un nombre considérable de défaillances, souvent appelées « défaillances du gouvernement » ou « défaillances de la politique ». En effet, nous soutenons fermement qu'il faut aborder le pouvoir politique avec la même vision que celle utilisée par l'économie moderne lorsqu'elle cherche à évaluer les marchés, car le pouvoir politique n'est rien d'autre que le marché des services politiques. Ces services politiques englobent *une série d'offres* telles que la fourniture de biens publics, les réglementations, les subventions, la politique industrielle ou environnementale, etc. Les hommes politiques et les partis politiques fournissent ces services non seulement dans un but altruiste, mais aussi dans leur propre intérêt. De leur côté, les citoyens, les groupes d'intérêt et les groupes d'action idéologique *demandent* des services politiques. Il existe donc une offre et une demande de services politiques. La concurrence existe des deux côtés du marché. Les services politiques sont échangés contre des votes, de l'argent, des informations, un soutien idéologique et d'autres moyens encore.

Il existe trois sources fondamentales de défaillances du marché : les externalités, le pouvoir de marché et l'asymétrie d'information[2]. Elles affectent non seulement les marchés commerciaux de biens et de services, mais aussi les marchés politiques où elles sont de surcroît associées à une représentation incomplète des préférences des électeurs par les hommes politiques. Les intérêts des hommes politiques peuvent

[2] Bien entendu les marchés peuvent aussi être défaillants du fait de la présence de biens publics. Mais les deux caractéristiques d'un bien public, à savoir, la non-rivalité des consommations et l'impossibilité d'exclure de la consommation, équivalent soit à des externalités (parce que l'on ne peut exclure les consommateurs il y aura des externalités positives ou négatives) soit à des monopoles naturels (la non-rivalité dans la consommation fait que le coût moyen de la production de satisfaction est décroissant).

même être dans certaines circonstances *opposés* aux intérêts à court ou à long terme des citoyens. La conceptualisation des démocraties représentatives comme des marchés a une certaine tradition en économie (politique). Elle a été utilisée par Becker (1958), Buchanan (1986) ou encore Wittman (1995). Ces auteurs et d'autres ont repris certaines analogies entre la concurrence et les problèmes de contrôle (encore connus sous le nom de « problème principal-agent ») rencontrés dans les sphères politique et économique. Mais, curieusement, ils n'ont pas *appliqué* rigoureusement la théorie des défaillances du marché au marché de la politique, comme nous recommandons de le faire ici, en présentant, nous l'espérons, des arguments convaincants en faveur du libéralisme.

En principe, les gouvernements peuvent être en mesure de remédier à certaines défaillances des marchés de biens et de services. Ils peuvent, par exemple, essayer d'internaliser les externalités. Cependant, le marché de la politique est encore plus sujet à défaillance que le marché commercial des biens et des services. Dans le processus politique, les institutions qui aident à surmonter les défaillances des marchés de biens et de services, telles que les promesses contraignantes et les contrats exécutoires, sont absentes (voir par exemple, Eichenberger 2003).

Nous examinerons donc les trois sources qui conduisent à l'échec du marché en politique (section 2) et discuterons la manière dont ces échecs peuvent être atténués par des institutions inspirées du libéralisme. Nous proposerons également de nouvelles institutions de marché pour favoriser la concurrence sur les marchés politiques (section 3). Nous terminerons avec quelques remarques de conclusion (section 4).

2. La politique - un marché politique souvent défaillant

Politique et externalités

Parce qu'il a le pouvoir de contraindre, le gouvernement aurait en principe la possibilité de corriger les défaillances du marché résultant d'externalités. La coercition permet aux gouvernements de redéfinir les

règles du jeu et donc d'infléchir les stratégies des citoyens, les forçant à prendre en compte les autres. Dans le cas des externalités (ou des biens publics), ce principe est souvent illustré avec le jeu du dilemme du prisonnier. Deux prisonniers qui auraient intérêt à coopérer ne le feront pas s'ils doivent choisir leurs stratégies indépendamment parce qu'ils n'ont pas la possibilité de se coordonner. Il en résulte une perte pour les deux. De même, sans la coercition gouvernementale, chaque individu devrait décider seul s'il veut renoncer à produire des externalités (ou à ne pas contribuer aux biens publics). Et la logique de la situation voudrait qu'il ne renonce pas. Les externalités perdurent ; les biens publics ne sont pas produits — tout comme deux prisonniers qui auraient intérêt à coopérer mais ne le font pas. Avec une intervention efficace des pouvoirs publics, tous les individus sont contraints de se comporter de la même manière, ce qui peut éliminer les externalités et, partant, la défaillance du marché.

Toutefois, la décision collective et sa mise en œuvre coercitive génèrent de nouvelles externalités. D'une part, les actions du gouvernement impliquent généralement des coûts qui doivent être supportés directement ou indirectement par les contribuables et les facteurs de production auxquels la charge fiscale est finalement transférée. D'autre part, les préférences au sein d'un État sont susceptibles d'être hétérogènes, puisque les citoyens diffèrent en fonction de caractéristiques telles que le revenu, l'âge, la santé ou le sexe, entre autres. Par conséquent, les décisions sont rarement prises à l'unanimité, car elles profitent à certains citoyens et en désavantagent d'autres. Ainsi, en mettant en œuvre des décisions politiques (c'est-à-dire collectives), les politiciens créent le plus souvent de *nouvelles* externalités en créant des gains d'utilité pour les uns et des pertes pour d'autres, en engageant des productions de biens et de services et en mettant en place des réglementations couteuses.

Ces nouvelles externalités imposées par les décisions collectives façonnent les incitations de tous les acteurs politiques, y compris les citoyens en tant qu'électeurs. Ceux parmi eux qui bénéficient d'une certaine décision collective sont incités à exagérer leurs préférences pour le projet politique concerné. En revanche, ceux qui ne bénéficient

pas du projet sont incités à sous-estimer leurs préférences pour éviter que le projet ne soit adopté. Toutes les expressions des préférences se trouvant stratégiquement déformées de la sorte, le gouvernement ne sait plus quelles sont les véritables préférences des citoyens. La représentation incomplète des préférences des citoyens est une conséquence naturelle qui fait que le problème d'externalité sous-jacent n'est pas nécessairement résolu, il peut même être aggravé par le gouvernement qui pourrait bien également par son intervention donner naissance à une nouvelle externalité.

Pouvoir du marché

La concentration du pouvoir pose un problème évident, non seulement sur les marchés des biens et des services, où elle peut conduire à des pratiques abusives et à des résultats sociaux et économiques préjudiciables, mais aussi sur les marchés politiques. De fait, la concentration du pouvoir est un problème fondamental des marchés politiques. L'une des principales caractéristiques des autocraties est que les hommes politiques au gouvernement détiennent un pouvoir monopolistique massif et incontrôlé. Pourtant, dans les démocraties représentatives également, le pouvoir est confié à une personne, un parti ou une coalition pour la durée du mandat. S'il n'y avait pas d'élections régulières et que les hommes politiques étaient élus à vie, tous les intellectuels, de quelque bord qu'ils soient, s'accorderaient à dire que les défaillances dues au pouvoir monopolistique seraient plutôt généralisées. Une fois élus, les hommes politiques disposent d'un important pouvoir de monopole pendant leur mandat ; un monopole qu'ils peuvent utiliser en s'écartant systématiquement des préférences des citoyens (par exemple, Stadelmann et al. 2013a ; Stadelmann et al. 2020). Les politiciens élus ont également tendance à consolider leur pouvoir monopolistique en essayant d'étouffer les voix et les partis de l'opposition, ainsi qu'en modifiant les règles électorales à leur propre avantage.

On objectera à cette analyse que, certainement dans une démocratie, il existe une concurrence pour le pouvoir et pour les différents postes,

et que le pouvoir des élus est limité par les contraintes liées à la réélection. La question décisive est donc de savoir si la concurrence électorale est suffisante pour limiter le pouvoir monopolistique sur les marchés politiques. Or, on dénombre au moins trois mécanismes qui viennent limiter la concurrence sur le marché politique et augmenter par la même occasion le pouvoir des politiciens élus :

1. Dans de nombreux pays, le nombre de partis est limité car leurs systèmes politiques sont conçus de telle sorte que seuls deux partis soient en concurrence à l'équilibre. Notamment, certaines caractéristiques positives du processus politique ne peuvent émerger que lorsque seuls deux partis sont en concurrence (Downs 1957). Toutefois, la théorie de la concurrence et l'expérience de la vie réelle suggèrent que la concurrence avec un faible nombre de concurrents ne fonctionne pas bien car les partis en concurrence ont tendance à former un cartel. Les alternatives à un cartel de candidats ne sont pas toujours plus édifiantes. Si le nombre de candidats en compétition reste faible, il est payant pour chacun d'eux de saboter le programme des autres, ce qui se traduit par une campagne négative. Cependant, avec un grand nombre de candidats, détruire l'autre devient un bien public (cela arrange les autres concurrents) et donc mieux vaut tenter de gagner des voix avec des propositions de qualité.

2. Pour qu'il y ait une concurrence effective sur un marché il faut non seulement un nombre élevé de participants, mais aussi que ce marché soit contestable. Les marchés sont contestables lorsqu'il n'y a ni barrières à l'entrée ni à la sortie. Mais ce n'est généralement pas le cas en politique. Sur les marchés commerciaux, le concurrent qui entre sur le marché vient généralement d'au-delà des frontières, c'est-à-dire que des entreprises non locales, voire étrangères, pénètrent sur le marché pertinent. Or cela est interdit dans la plupart des marchés politiques, car les candidats doivent remplir des conditions de résidence et de citoyenneté (voir Eichenberger 2003 et Eichenberger et Funk 2010). Par ce biais, les politiciens tentent de préserver leur pouvoir et réduire la concurrence.

3. Sur les marchés politiques, la confiance est encore plus

importante que sur les marchés de biens et de services parce que les marchés politiques ont tendance à manquer d'institutions qui garantissent des engagements contraignants. La crédibilité des hommes politiques et des partis dépend d'investissements importants dans leur réputation, ce qui rend l'entrée sur le marché difficile. La réputation est, au moins dans une certaine mesure, spécifique à une localité et ne peut pas être facilement transférée à d'autres marchés politiques, d'autres juridictions par exemple.

Un fait empirique qui illustre l'importance des monopoles et des monopoles naturels est l'effet « avantage au titulaire », qui est l'un des effets les mieux documentés dans le domaine des choix publics et de la science politique (par exemple, Frank et al. 2023). Il implique que les personnes au pouvoir ont plus de chances d'être réélues et d'étendre leur pouvoir. Il est également important de noter que les acteurs politiques peuvent tenter de maintenir un certain pouvoir de monopole, même dans les démocraties parlementaires, en imposant des barrières implicites ou explicites à l'entrée pour les nouveaux candidats ou partis, telles que diverses conditions d'enregistrement ou des seuils électoraux. Les marchés politiques souffrent donc d'une mauvaise répartition du pouvoir de marché.

L'information asymétrique

L'asymétrie de l'information est un problème pertinent et permanent sur les marchés politiques. Même si la concurrence électorale est féroce et qu'il existe des freins et des contrepoids au pouvoir politique, les électeurs ne peuvent pas contrôler totalement les hommes politiques élus. Le problème de l'information a deux sources principales :

1. Sur les marchés commerciaux de biens et de services, les consommateurs peuvent généralement observer et comparer efficacement les offres indépendantes de fournisseurs concurrents. En revanche, il est beaucoup plus difficile pour les électeurs d'obtenir des informations pertinentes sur les performances des hommes politiques. Bien qu'il puisse y avoir en concurrence plusieurs fournisseurs

potentiels de services politiques, le résultat final est généralement une politique unique, façonnée par un processus de prise de décision politique complexe et peu transparent, ainsi que par une grande variété de facteurs contextuels. Les électeurs ignorent souvent les contributions précises des différents acteurs impliqués dans la prise de décision politique et les caractéristiques de leurs services. En outre, étant donné que les hommes politiques ne sont pas en mesure de contrôler parfaitement l'administration — qui peut poursuivre ses propres intérêts (Niskanen 1968) —, il existe une couche supplémentaire d'asymétrie informationnelle. Par conséquent, les électeurs ne sont pas informés des actions des hommes politiques et ne sont pas en mesure de contrôler efficacement la qualité de l'exécution des promesses que ces derniers ont faites.

2. Les électeurs ne sont pas franchement incités à s'informer politiquement ou à exprimer publiquement leurs préférences. Le manque d'information qui en résulte du côté de la demande est plus flagrant en politique qu'en économie, car l'influence des électeurs sur les décisions politiques collectives n'est qu'infime. Étant donné que l'acquisition d'informations politiques pour voter en connaissance de cause est généralement associée à des coûts, il est rationnel pour les électeurs de ne pas être informés et de se comporter de manière à exprimer quelque chose plutôt que de manière à aboutir à un résultat (voir Brennan et Lomasky 1991, Hillman 2010). Ainsi, les hommes politiques, même s'ils le voulaient, ne peuvent savoir ce que veulent exactement les électeurs.

L'asymétrie d'information est donc omniprésente sur les marchés politiques. Outre la forte asymétrie d'information, ni les hommes politiques ni les citoyens ne savent précisément quelle politique permettrait de résoudre au mieux les problèmes existants. Le problème principal-agent se retrouve donc au cœur de la politique, ce qui conduit généralement à des résultats inefficients.

Pour certains services politiques, il n'y aura pas d'équilibre de marché en raison de l'asymétrie de l'information (comme dans un

marché de citrons[3]) et dans d'autres, les résultats seront fortement biaisés, en raison d'un autre facteur important : les importantes asymétries en matière d'information et de connaissance qui prévalent entre les différents groupes sociaux qui interagissent sur ce marché du côté de la demande. En particulier, les groupes d'intérêt [*lobbies*], comparativement petits et bien organisés par rapport aux groupes importants mais faiblement organisés des contribuables et des consommateurs (Olson 1971), sont souvent mieux informés. Ils ont la capacité d'informer leurs membres de ce que font les hommes politiques et des problèmes à résoudre. De même, les politiciens sont mieux informés des préférences de ces groupes que de celles des communautés faiblement organisées. Ainsi, même les hommes politiques les plus honorables, qui visent à être réélus, ont tendance à favoriser les groupes bien organisés, dont ils connaissent mieux les préférences ; d'autant que ces groupes savent mieux quel homme politique tient leur sort entre ses mains.

3. Remédier aux défaillances du marché politique

Implicitement, les penseurs libéraux et de nombreux économistes soulignent depuis longtemps les problèmes liés à la défaillance des marchés politiques. Par exemple, il existe des preuves solides que les institutions qui empêchent les politiciens d'abuser de leur pouvoir, telles que des droits de propriété efficaces ou l'État de droit, conduisent à des résultats sociétaux favorables (voir, par exemple, Acemoglu et Robinson 2012). Cependant, lorsque l'on interprète explicitement le pouvoir politique comme un marché de la politique, des idées supplémentaires pour atténuer les défaillances du marché politique émergent.

On croit souvent que les échecs politiques peuvent être surmontés grâce à une compétition serrée entre le gouvernement et un parti d'opposition. Toutefois, cela ne suffit pas à inciter le gouvernement à

[3] [NDT : Les auteurs font ici référence au célèbre article de George A. Akerlof sur les asymétries d'information qui a pour titre « The Market for Lemons ». L'absence d'équilibre signifie ici que le service en question ne sera même pas produit et échangé.]

répondre aux préférences des citoyens. Puisque les dirigeants de l'opposition visent généralement à remplacer le gouvernement, ils ne sont guère incités à proposer de manière constructive de meilleures alternatives politiques. S'ils le faisaient cela jouerait en faveur du gouvernement qui verrait ses chances de réélection accrues car les électeurs, ne disposant pas des informations nécessaires pour juger de la contribution des différents acteurs politiques, ont tendance à attribuer les bons résultats politiques au gouvernement. Par conséquent, les partis d'opposition sont incités à critiquer sévèrement le gouvernement, ses politiques et leurs résultats, qu'ils soient bons ou mauvais. Si ces efforts sont couronnés de succès, ils disposeront alors, une fois au gouvernement, de marges de manœuvre substantielles pour suivre leurs propres préférences plutôt que celles des citoyens. Ainsi les gouvernements se succèdent mais les difficultés restent les mêmes.

C'est pourquoi, outre la limitation directe du pouvoir gouvernemental, une concurrence politique efficace nécessite d'autres formes de concurrence ainsi que de nombreux freins et contre-pouvoirs. En outre, la réduction des externalités induites par la politique est essentielle. Les externalités apparaissent régulièrement en politique pour deux raisons : certaines externalités sont nouvellement créées, d'autres existaient déjà sur le marché et sont transférées à la politique. Dans la sphère privée, les externalités peuvent être réduites en appliquant le principe de l'utilisateur-payeur, qui exige que tous les individus paient pour tous les coûts externes dont ils sont directement responsables, ce qui augmente *de facto* l'efficience à travers des changements de comportement, à travers plus d'adaptation et potentiellement plus d'innovations. Au niveau politique, les externalités peuvent être réduites en appliquant efficacement *le principe de congruence institutionnelle*. Ce principe stipule que ceux qui bénéficient de l'action politique doivent être ceux qui la financent et ceux qui la décident. La congruence institutionnelle, et donc la réduction des externalités, peut être partiellement réalisée par la décentralisation et la participation directe de tous les groupes concernés à la prise de décision.

La démocratie directe et la décentralisation — deux institutions

politiques bien connues —, mais aussi certaines institutions politiques moins connues peuvent contribuer ainsi à atténuer les défaillances du marché politique.

La démocratie directe

La démocratie directe agit sur les défaillances du marché politique par plusieurs biais. Tout d'abord, il s'agit d'un mécanisme très efficace pour saper le pouvoir monopolistique du gouvernement en intensifiant la concurrence politique. Il permet d'évaluer dans quelle mesure les politiques répondent aux préférences des citoyens (Matsusaka 2018) et permet aux citoyens de réagir lorsque leurs préférences sont négligées par leurs représentants. Les initiatives et les référendums peuvent également permettre aux partis d'opposition de proposer efficacement une alternative politique. Prenant la forme d'amendements bien précis et ayant force de loi dès lors qu'ils recueillent une majorité de voix, ils tendent à être plus crédibles que les promesses de campagne. En outre, il est plus facile de se voir attribuer la propriété intellectuelle d'une proposition lorsqu'elle se nomme référendum ou initiative. Par conséquent, la concurrence par la démocratie directe fonctionne également de manière indirecte : la menace d'un référendum peut inciter le gouvernement à choisir une politique différente, plus conforme aux intérêts des électeurs dès le départ.

Deuxièmement, la démocratie directe représente un processus par lequel les citoyens, personnellement et avec leurs représentants et experts, s'engagent dans un échange ouvert et productif d'opinions, d'informations et d'arguments. Cet échange facilite la découverte de bonnes politiques et permet de se forger des préférences informées sur les choix politiques possibles. D'où l'intensité des débats publics dans les semaines et les mois précédant les référendums ; débats qui améliorent la connaissance des problèmes et des solutions potentielles chez les hommes politiques comme chez les citoyens. Ainsi, la démocratie directe et les processus associés contribuent à réduire les asymétries d'information sur le marché de la politique et, par conséquent, les asymétries entre les groupes d'intérêts spéciaux bien organisés et les

groupes d'intérêts généraux non organisés. C'est pourquoi la démocratie directe ne doit pas être considérée comme un substitut à la démocratie représentative mais plutôt comme un complément.

Il est important de souligner que la démocratie directe, pour corriger efficacement les asymétries informationnelles, doit de préférence être organisée selon un processus clairement défini. Dans un système de démocratie directe, les propositions législatives sont souvent formulées par le parlement, puis présentées aux citoyens lors d'un référendum. De leur côté, les citoyens peuvent proposer une « initiative » qui est ensuite discutée au parlement et peut éventuellement être suivie d'une contre-proposition soumise au vote populaire final (Frey 1994). Dans tous les cas, la loi ou les changements constitutionnels doivent être connus à l'avance et un processus discursif intense sur les conséquences avoir lieu avant le vote. Ainsi, la démocratie directe n'est pas un sondage d'opinion organisé sous la forme d'un plébiscite. Au contraire, la démocratie directe aide à institutionnaliser et canaliser la discussion politique (Bohnet et Frey 1994). Elle permet notamment de dissocier les questions (voir par exemple, Besley et Coate 2008) et de concentrer l'attention des politiciens et des électeurs sur des questions spécifiques. Dans des conditions réalistes, la démocratie directe peut même être plus performante qu'un planificateur social bienveillant (Osborne et Turner 2010), si tant est qu'un tel planificateur social bienveillant puisse exister.

La décentralisation

La décentralisation et le fédéralisme peuvent conduire à des résultats plus positifs encore sur le marché des services politiques, cela grâce à plusieurs mécanismes. Premièrement, ils limitent le pouvoir des décideurs en situation de monopole et représentent des contraintes supplémentaires ainsi qu'une forme de contre-pouvoir.

Deuxièmement, décentralisation et fédéralisme peuvent accroître la congruence institutionnelle en favorisant la responsabilité directe des décideurs locaux, minimisant ainsi les externalités inhérentes à des services locaux financés sur les budgets des juridictions de niveau

supérieur.

Troisièmement, parce qu'ils augmentant la variété des politiques et des résultats observés en différents lieux, ils renforcent l'option de sortie des citoyens qui peuvent choisir de « voter par les pieds » ce qui accroît encore plus la concurrence entre juridictions (Tiebout 1956). Ils intensifient également la « concurrence par comparaison », car les comparaisons deviennent plus faciles et plus fiables, le nombre d'observations et, par conséquent, les possibilités d'analyses comparatives efficaces augmentent. Cela incite non seulement les politiciens locaux à se préoccuper des préférences des citoyens, mais aussi les citoyens à s'informer sur la politique. Grâce à la décentralisation, les citoyens peuvent utiliser ces informations pour prendre des décisions qui touchent à leur vie privée, telles que le choix de l'emplacement de leur maison ou de leur entreprise, faisant passer l'information politique de bien public à bien privé. La décentralisation réduit ainsi l'asymétrie de l'information.

Quatrièmement, la décentralisation encourage l'implication active des citoyens et leur permet de participer directement à l'amélioration des juridictions locales grâce à leurs idées. En outre, elle renforce la démocratie « par la base », conduisant à un plus grand respect de la volonté et des préférences des gens ordinaires. Par exemple, dans les assemblées communales en Suisse, tout le monde est autorisé à s'exprimer et beaucoup en profitent pour le faire. Cela implique également que, au cœur des batailles politiques, les factions concurrentes doivent s'assurer le soutien des citoyens en s'engageant activement dans les débats et en clarifiant leur position. Leurs arguments doivent être facilement compréhensibles et résister aux contre-arguments potentiels, car les opposants soulèveront probablement divers points au cours du débat.

Nouvelles mesures pour atténuer les défaillances du marché en politique

Commissions d'audit. Les commissions d'audit sont un exemple important d'agences susceptibles de renforcer l'équilibre des pouvoirs

dans la sphère politique. Malheureusement, elles critiquent généralement la politique une fois que les décisions ont été prises ; quand il est déjà trop tard pour changer quoi que ce soit. Il serait préférable de disposer d'agences publiques capables d'informer les citoyens et de formuler des recommandations avant que les décisions politiques ne soient prises. Idéalement, ces agences ne devraient pas avoir de pouvoir de décision, mais seulement une mission bien définie consistant à émettre des critiques sur les propositions politiques du gouvernement et à élaborer des contre-propositions concrètes. Ces contre-propositions pourraient ensuite être présentées aux citoyens dans le cadre d'un référendum ou au parlement où elles seraient alors en concurrence avec la proposition du gouvernement. Comme les membres de ces commissions d'audit souhaitent être réélus au sein de leurs commissions respectives, ils sont effectivement incités à formuler des critiques constructives et des propositions novatrices. De tels organes compétitifs existent déjà, par exemple en Suisse sous la forme de commissions d'audit élues par le peuple au niveau municipal (Schelker et Eichenberger 2010).

Marché ouvert pour les politiciens. La citoyenneté protège actuellement les hommes politiques nationaux de la concurrence étrangère. En général, seuls les ressortissants nationaux peuvent se présenter à des fonctions publiques. Au niveau local, les exigences en matière de résidence sont en place. Ces restrictions, ainsi que d'autres, sont monnaie courante en politique. Un marché libre de la politique qui ne serait pas lié à la citoyenneté — que ce soit au niveau municipal, de l'État, voire fédéral — améliorerait le choix des citoyens et perturberait les cartels du marché politique (voir par exemple, Eichenberger et Funk 2009).

Scrutin majoritaire à plusieurs sièges. Les scrutins majoritaires à plusieurs sièges, en tant que forme particulière de système électoral, peuvent éloigner les hommes politiques de la politique clientéliste et réduire les défaillances du marché de la politique. Il combine la règle majoritaire avec la possibilité d'élire plusieurs représentants par circonscription, c'est-à-dire que les électeurs disposent de plusieurs voix et élisent plus d'un homme politique à la majorité dans leur

circonscription. Bien que ce système électoral reste encore peu exploré, il a le potentiel de favoriser la concurrence entre les candidats en augmentant leur nombre, de leur fournir des incitations très efficaces pour converger vers l'électeur médian, de conduire à des gouvernements composés de membres de plusieurs partis couvrant tout l'éventail politique, de réduire les campagnes négatives et d'augmenter la satisfaction des politiciens et des citoyens à l'égard des résultats politiques (par exemple, Eichenberger et al. 2019).

4. Conclusions

Les défaillances du marché sont omniprésentes. Mais ce n'est pas du tout un argument contre les économies de marché, car le marché ne se trouve pas seulement dans la sphère de l'économie, mais aussi dans la sphère politique. La politique peut et doit être considérée comme un marché — le marché des services politiques. Bien que les institutions inspirées de la pensée libérale telles que les droits de propriété, l'État de droit et la démocratie soient, en combinaison avec les marchés libres, essentielles pour établir une société qui fonctionne et qui est relativement riche, ces institutions ne sont pas suffisantes pour garantir une société libre et prospère. Même dans les sociétés fondamentalement démocratiques, les défaillances du marché politique persistent. Il est essentiel que les libéraux insistent sur le fait que l'échec politique causé par l'échec des marchés politiques est une des principales raisons d'être des institutions libérales qui limitent le pouvoir du gouvernement.

Pour améliorer les résultats politiques, il faut des institutions qui réduisent les défaillances du gouvernement dues au pouvoir de monopole, à l'asymétrie de l'information et aux externalités sur le marché des services politiques. De telles institutions contribuent à mieux aligner les décisions des hommes politiques sur les préférences des citoyens.

La vision de la politique fondée sur le marché n'est pas seulement utile pour comprendre comment les marchés politiques peuvent faillir, mais elle fournit également des outils pour remédier aux défaillances du marché. Cette approche peut unifier l'appel des libéraux à limiter le

pouvoir du gouvernement avec la théorie économique de la défaillance du marché. En reconnaissant la politique comme un marché, nous pouvons justifier les contraintes imposées au pouvoir gouvernemental, car les marchés politiques, comme n'importe quel autre marché, ne sont pas à l'abri d'une défaillance.

Références

Acemoglu, Daron and James A. Robinson (2012). Why nations fail: The origins of power, prosperity, and poverty. London: Crown Publishers.

Arrow, Kenneth J. (1950). A difficulty in the concept of social welfare. *Journal of Political Economy*, 58(4), 328–346.

Arye L. Hillman (2010). Expressive behavior in economics and politics. *European Journal of Political Economy*, 26(4), 403–418.

Barro, Robert J. (1973). The control of politicians: An economic model, *Public Choice*, 14, 19–42.

Becker, Gary S. (1958). Competition and democracy. *The Journal of Law and Economics*, 1, 105–109.

Besley, Timothy and Stephen Coate (2008). Issue unbundling via citizens' initiatives. *Quarterly Journal of Political Science*, 3(4), 379–397.

Bohnet, Iris and Bruno S. Frey (1994). Direct-democratic rules: The role of discussion. *Kyklos*, 47(3), 341–354.

Brennan, Geoffrey and Loren Lomasky (1997). Democracy and decision. The pure theory of electoral preference. Cambridge: Cambridge University Press.

Buchanan, James M. (1986). The Constitution of Economic Policy. Lecture to the memory of Alfred Nobel, available online: https://bit.ly/3Zgl1rS.

Downs, Anthony. 1957. An economic theory of democracy. New York: Harper.

Eichenberger, Reiner (2003). Towards a European market for good politics. A politico-economic reform proposal. *Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie,* 22, 221–237.

Eichenberger, Reiner and Michael Funk (2009). The deregulation of the political process: Towards an international market for good politics. In: Geoffrey Brennan and Giuseppe Eusepi (eds.), The Economics of Ethics

and the Ethics of Economics: Values, Markets and the State. Cheltenham: Elgar, 131-144.
Eichenberger, Reiner and Patricia Schafer and David Stadelmann (2019). Making public infrastructure work: Multi-seat majoritarian elections as a new institutional approach. *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 3(2), 244–260.
Frank, Marco and David Stadelmann and Benno Torgler (2023). Higher turnout increases incumbency advantages: Evidence from mayoral elections. *Economics & Politics*, forthcoming.
Frey, Bruno S. (1994). Direct democracy: Politico-economic lessons from Swiss experience. *American Economic Review*, 84(2), 338–342.
Frey, Bruno S. (2022). Is public choice still vivid? *Homo Oeconomicus* (forthcoming).
Matsusaka, John G. (2018). Public policy and the initiative and referendum: A survey with some new evidence. *Public Choice*, 174, 107–143.
Niskanen, William A. (1968). The peculiar economics of bureaucracy. *The American Economic Review*, 58(2), 293–305.
Olson, Mancur (1971). The logic of collective action: Public goods and the theory of groups (Revised ed.). Cambridge: Harvard University Press.
Osborne, Martin J. and Matthew A. Turner (2010). Cost benefit analyses versus referenda. *Journal of Political Economy*, 118(1), 156–187.
Schelker, Mark and Reiner Eichenberger (2010). Auditors and fiscal policy: Empirical evidence on a little big institution. *Journal of Comparative Economics,* 38(4), 357–380.
Stadelmann, David, Gustavo Torrens and Marco Portmann (2020). Mapping the theory of political representation to the empirics: An investigation for proportional and majoritarian rules. *Journal of Comparative Economics*, 48(3), 548–560.
Stadelmann, David, Marco Portmann and Reiner Eichenberger (2013). Quantifying parliamentary representation of constituents' preferences with quasi-experimental data. *Journal of Comparative Economics*, 41(1), 170–180.
Tiebout, Charles M. (1956). A Pure Theory of Local Expenditures. Journal of Political Economy, 64(5), 416-424.
Wittman, Donald C. (1995). The Myth of Democratic Failure. Why Political Institutions Are Efficient. Chicago : The University of Chicago Press.

L'impôt sur l'héritage : actualité d'un vieux débat

par
François Facchini

François Facchini est Professeur Agrégé des Universités en Sciences Économiques. Il est en poste à l'Université Paris Panthéon-Sorbonne et responsable du Programme Politiques Publiques du Centre d'Économie de la Sorbonne (CES). Il vient de publier *Les dépenses publiques en France*, De Boeck Supérieur (2021).

Introduction

La coexistence d'un impôt sur la fortune et d'un impôt sur l'héritage crée les conditions d'une double imposition qui aurait pour vertu d'égaliser la distribution des patrimoines. L'impôt sur l'héritage est l'autre impôt sur la fortune (*wealth tax*) qui fait débat, avec le même biais de stigmatisation envers les riches. Il s'agit plus précisément d'un impôt sur le transfert de la fortune au moment de la mort du contribuable (*taxes on transfers of wealth*). L'impôt sur les successions est, pour cette raison, appelé, impôt sur la mort. Il s'agit d'un impôt sur la richesse du défunt. Il combine deux certitudes, le fait que l'homme est mortel et qu'il paie des impôts. La succession imposable est égale à la valeur des actifs détenus par le contribuable au moment du décès, moins les legs au conjoint exonéré, les sommes qui font l'objet d'abattement et d'exonération, les dettes, les contributions à des organismes de bienfaisance, les frais funéraires et le coût de l'administration de la succession.

Il est au cœur d'une importante actualité. De nombreux experts estiment, en effet, qu'il faut repenser la fiscalité de l'héritage. Les économistes de France Stratégie avaient en 2017 proposé une première réforme (France Stratégie 2017[1]). Leur diagnostic était le suivant. Les patrimoines sont détenus par les personnes âgées. Les inégalités de patrimoines sont plus fortes que les inégalités de revenus. Elles trouvent leur origine dans l'héritage. Le patrimoine net d'un agent — la valeur de ses actifs moins ses dettes et les engagements financiers qu'il a contractés — peut être obtenu par héritage ou par accumulation de revenus salariaux et/ou non salariaux. La part de la fortune héritée représente aujourd'hui 60% du patrimoine total contre 35% au début des années 1970 et la part des 1% des fortunes les plus élevées serait passée de 15% en 1985 à 25% en 2015. La principale cause des inégalités de patrimoine serait alors l'héritage. Ces évolutions font craindre le

[1] France Stratégie (2017) « Comment réformer la fiscalité des successions ? », Actions critiques. Janvier.

retour des rentiers et d'un ordre social moins méritocratique (Fremeaux 2018[2]). Pour limiter ce risque le rapport propose deux mesures :

i) l'une est d'inciter par la loi les propriétaires à transmettre de leurs vivants,
ii) l'autre de mettre en place un système capable d'assurer à chaque citoyen un patrimoine de départ minimum.

Une note du Conseil d'Analyse Economique confirme ce diagnostic (Dherbécourt et al. 2021[3]) et complète l'une des propositions du rapport sur « les grands défis économiques » des économistes Tirole et Blanchard (2021[4], Chapitre 2). Ce rapport défendait la mise en place d'un régime unifié d'imposition des successions et des donations, imposant l'héritier sur la base d'un taux progressif fonction du montant cumulé reçu (Tirole et al. 2021, p. 226). La note du CAE précitée reprend ce principe. Elle défend une hausse de la progressivité des taux, un système d'imposition des flux successoraux tout au long de la vie et l'idée d'un patrimoine de départ minimum. Il y a en ce sens dans cette note un esprit de synthèse. Le diagnostic diffère cependant un peu, car l'enjeu n'est plus seulement les inégalités, mais le risque de déconsolidation démocratique. A l'origine du populisme il y aurait, d'après ses auteurs, la violation d'une valeur cardinale des sociétés démocratiques : l'égalité des chances. L'inégalité serait la cause des crises de la démocratie contemporaine.

Le principal obstacle que rencontrent néanmoins les experts en ce domaine est l'impopularité de la taxation de l'héritage. En 2018 une enquête constatait que 80% des Français interrogés se déclaraient

---

2 Frémeaux, N. (2018) *Les nouveaux héritiers*, Paris, éditions du Seuil, La république des idées.

3 Dherbécourt, C., G. Fack, C. Landais et S. Stantcheva (2021) « Repenser l'héritage », Les Notes du Conseil d'Analyse Economique, décembre.

4 « Les grands défis économiques ». Commission internationale présidée par Olivier Blanchard et Jean Tirole, juin 2021.

opposés à la taxation de l'héritage[5]. A cet obstacle s'ajoute un contexte international plutôt défavorable à une plus grande progressivité de l'impôt sur les successions. Pourquoi songer à augmenter l'impôt sur les successions si la part des recettes de l'impôt sur l'héritage dans les recettes totales de l'État central baisse partout dans les pays de l'OCDE (OCDE 2021[6]). Ce n'est pas seulement la part des recettes qui interroge. Ce sont aussi les expériences des pays qui suppriment l'impôt sur l'héritage. Sur trente-huit pays membres de l'OCDE, 14 n'ont aucun droit de succession. L'Autriche, la Norvège et la Suède ont récemment supprimé ce type d'impôt. Parmi les 24 pays taxant les successions, la France et la Belgique sont les pays qui ont les taux les plus élevés. Les droits de succession et de donation constituent 1,4% des recettes fiscales en France alors qu'ils ne représentent que 0,5% dans les 24 pays de l'OCDE ayant une telle taxe (OCDE 2021[7]). Outre les pays qui n'imposent pas l'héritage, il existe dans la plupart des pays des abattements qui réduisent considérablement le montant des actifs sur lequel est prélevé l'impôt.

Pour répondre à ces objections potentielles à leurs réformes, les experts estiment que l'impopularité de l'impôt sur les successions est la conséquence d'une mauvaise information de la population et que le retrait de ce type d'impôt dans de nombreux pays ne serait pas la conséquence de leurs vices intrinsèques. C'est la position adoptée par l'un des spécialistes français de l'épargne et du patrimoine, André Masson. A l'origine de cette mauvaise compréhension des enjeux de la réforme, il y aurait selon lui un consensus social alimenté par une coalition idéologique entre les néo-libéraux et les familialistes (Masson

5 Opinion Way, « Les Français et les enjeux de la succession ». Lien : https://bit.ly/3n79QUZ (consulté le 06/01/2023)

6 « L'impôt sur les successions dans les pays de l'OCDE ». Lien : https://bit.ly/3neBu2i (consulté le 05/01/2023)

7 OCDE 2021. Impôt sur les successions dans les pays de l'OCDE, Études de politique fiscale de l'OCDE, n° 28, Éditions OCDE, Paris, https://doi.org/10.1787/33d40568-fr.

2018[8]). Pour rendre la réforme soutenable, il faudrait donc faire sauter ce verrou. Il faudrait selon les mots d'André Masson le « détrôner » au profit « d'une coalition plus large et plus équilibrée ». Si on devait nommer cette coalition qu'il appelle de ses vœux on dirait qu'elle est égalitariste ; une réelle menace pour la stabilité des démocraties libérales (Facchini et Melki 2021[9]). L'égalitarisme porte d'ailleurs une conception très particulière de l'impôt : alors que chez les classiques l'impôt sert uniquement au financement des biens publics, chez eux il est aussi un moyen de réaliser l'égalité réelle ; égalité des conditions et égalité des chances.

Les débats actuels comme passés autour de l'impôt sur la mort sont par conséquent essentiellement motivés par des considérations d'équité. Le principal argument en sa faveur est l'égalité des chances. Le principal argument en sa défaveur est la liberté du défunt. Ce qui rappelle que l'économie de l'impôt est fondamentalement une science morale et politique. L'opposition socialistes–libéraux est ici tenace et reste structurante. Protège-t-on la propriété du mort, ou empêchons-nous ses dernières volontés d'être réalisées au nom d'un idéal égalitaire ?

L'économiste doit, de plus, être honnête. Il ne peut dénoncer le consensus néo-libéral sans nommer la doctrine par laquelle il désire le remplacer ; sans avouer qu'il veut mettre en œuvre un consensus égalitariste, socialiste ou néo-socialiste. Il est vrai que cette recherche d'un consensus égalitariste structure l'histoire de l'impôt sur l'héritage. Une première section se propose de le rappeler (1). Une telle norme explique l'importance de l'appareillage statistique mobilisé, mais

[8] Masson, A., 2018. « L'impôt sur l'héritage. Débats philosophico-économiques et leçons de l'histoire », *Revue de l'OFCE*, 156 (2), 123-174

[9] Facchini, F., and M., Melki (2019) "Egalitarism and the democratic deconsolidation: is democracy compatible with socialism?" *Public Choice* 186, 447-465.

expose ses partisans à la critique de Robert Nozick ([1974] 1988[10]) : les statistiques sur les inégalités ne disant rien sur la justice ou l'injustice, la norme égalitariste expose ses défenseurs à la critique de l'efficience (2). La progressivité de l'impôt sur l'héritage a en effet, selon les travaux les plus récents sur la question, un effet négatif sur l'accumulation de capital et finalement sur la croissance économique du pays (3). Ce sont ces trois points qui sont discutés dans les sections qui suivent et qui convergent vers l'idée que la suppression de l'impôt sur l'héritage serait une mesure tout à la fois juste et efficiente.

1. Impôt sur l'héritage et égalitarisme(s)

L'histoire de l'impôt sur les successions comme l'histoire de l'impôt sur la fortune révèle un biais égalitariste. Il s'agit de réaliser l'égalité des conditions et/ou l'égalité des chances, les deux étant liés.

L'impôt sur le capital ou la fortune revendique la progressivité pour réaliser l'égalité des conditions, alors que l'impôt sur les successions défend la progressivité pour mettre en œuvre l'égalité des chances (Salin 1985[11], p.109). Derrière l'impôt sur la mort, il y a toujours un projet égalitariste et l'envie de nuire à la situation de l'héritier. Il s'agit de réaliser l'égalité des chances ou des patrimoines et de lever une partie de la protection que les parents offrent à leurs enfants. Priver les enfants de leurs héritages, c'est en effet les priver de ce que les parents ou un testateur avaient envisagé pour eux. En limitant la protection familiale, l'État installe son monopole sur la protection sociale. Les enfants ne sont plus protégés par la bienveillance des parents, mais uniquement par celle de l'État, agissant au nom de la collectivité. Il s'agit bien d'un projet politique.

---

[10] Nozick, Robert 1974. *Anarchy, State and Utopia*, Basic books, Inc Publishers New York, traduction française, *Anarchie, Etat et Utopie*, Paris, PUF 1988.

[11] Salin, P. (1985) *L'arbitraire fiscal*, Paris, Robert Laffont.

L'impôt sur l'héritage est aussi justifié par l'égalité des chances. L'égalité des chances est de nature solidariste là où l'égalité des conditions renvoie à la doctrine socialiste.

Il est, cependant, impossible de tracer une frontière précise entre les deux projets (Nemo 2017[12], p.158). Car « égaliser les héritages matériels, c'est bien œuvrer pour l'égalité des conditions » (Nemo 2017, p.158).

Les deux formes d'égalitarisme traitent les inégaux de manière inégales. Elles rompent avec le principe d'égalité devant le droit (Delsol 2019[13], p.183), avec l'idée qu'il faut traiter les inégaux de manière égale. Elles conduisent à des politiques discriminatoires.

La crainte d'une société de rentiers laisse entendre, de plus, que l'héritier peut vivre oisif, que le capital génère des revenus sans qu'il soit nécessaire de l'entretenir, de le gérer. Si la détention de titres de la dette publique est bien à l'origine d'une telle rente, la gestion d'un bien qu'il soit mobilier ou immobilier nécessite des choix. Un capital, fut-il d'un petit montant, demande toujours du travail. Gérer la location d'un appartement locatif est un travail. Le capital ne donne pas automatiquement un rendement sans que son possesseur ait un quelconque effort à faire (Salin 1985, p.109). L'héritier peut évidemment détruire le capital qui lui a été transmis. Il soutiendra alors la consommation, mais à termes ruinera sa famille. Ainsi que l'expliquait Frédéric Bastiat[14] dans ce que l'on peut appeler le paradoxe du luxe et de l'épargne, l'héritier dépensier ou prodigue se ruine par la dépense et le désintérêt qu'il porte au rendement de son capital alors que l'héritier économe s'enrichit et léguera à ses enfants un capital plus important que ce qu'il a reçu de ses propres parents.

---

12 Nemo, P. (2017) *Philosophie de l'impôt*, Paris, PUF.

13 Delsol, J-P. (2019) *Éloge de l'inégalité*, Paris, Manitoba.

14 F. Bastiat ([1862-1864], 2001) *Œuvres complètes de Frédéric Bastiat*, deuxième édition Paris, Guillaumin & Cie Librairies, réédition partielle « Ce qu'on voit et ce qu'on ne voit pas », Préface Jacques Garello, Paris, Romillat (page 236).

Pour que le débat soit de qualité il faut aussi rappeler que le mot rente doit être réservé aux bénéfices obtenus non par une activité productive, mais par influence politique[15]. Un individu qui grâce au droit du travail ou à son statut de fonctionnaire de l'État est rémunéré au-dessus de sa productivité marginale touche une rente. Si y est le revenu reçu du gouvernement et w le salaire que l'individu aurait reçu sur le marché, la rente est la différence entre y et w soit $R = y - w$. Si l'on adhère à cette définition du concept de rente, alors en économie de marché il n'y a aucune rente possible puisque l'individu est payé à sa productivité marginale.

Une rente ne peut s'obtenir que grâce à un investissement en recherche de rente. Toutes les politiques publiques créent des rentes. Les lois anti-monopoles confèrent des rentes. Les écotaxes soutiennent les producteurs les moins polluants et nuisent aux producteurs les plus polluants. Le droit du travail peut conduire à créer des effets de compensation : les salariés les moins productifs sont rémunérés en-dessus de leur productivité, tandis que les salariés les plus productifs sont rémunérés en-dessous de leur productivité afin d'éviter que les coûts n'explosent. Le transfert public financé par les recettes de l'impôt sur l'héritage mérite aussi d'être appelé rente. Il a la nature d'un privilège par rapport à la situation que l'individu aurait connue en passant un contrat sur le marché. Ainsi, à l'inverse de ce que beaucoup pensent, une société de rentiers est d'autant plus à craindre que l'on se rapproche d'une économie sans capital. C'est en substance ce qu'Hayek reprochait à Keynes : pour Hayek la théorie économique keynésienne est sans fondement parce qu'elle est bâtie sur une mauvaise compréhension de ce qu'est le capital et de son rôle dans une économie.

A cette confusion sur le mot rentier s'ajoute une difficulté avec le choix de la norme. L'histoire de l'impôt sur les successions est marquée par la recherche d'un ordre social où les conditions et les chances seraient réparties de manière égale parmi les individus.

---

15 A. Hillman (2009) *Public finance and public policy. Responsibilities and limitations of Government*, second edition, Cambridge University Press, p. 84.

Si dès le Moyen Age, en effet, les transmissions des terres par décès étaient frappées de divers droits féodaux versés au seigneur[16], il s'agit après la chute de l'Ancien Régime d'unifier la fiscalité et de réaliser l'idéal de l'autonomie révolutionnaire vis-à-vis de la famille et de ses influences sur les choix individuels. Cette opposition entre l'individualisme libéral et la famille est encore présent dans les débats[17] lorsqu'au détour d'une phrase il est écrit « l'opposition à la taxation sur le patrimoine repose sur une vision dynastique de la famille, à l'opposé de l'individualisme libéral » (Bosio 2007 206-207). Dans cette logique, la loi des 5 et 19 décembre 1790 remplace les taxes royales de l'Ancien Régime par un impôt proportionnel à hauteur de 1% sur toutes les successions et sur tout le territoire national. La proportionnalité renvoie une fois encore à une conception bien particulière de l'impôt : l'impôt finance un service — ici l'enregistrement des droits des héritiers —, un taux proportionnel permettra de respecter le principe d'équivalence, le prix fiscal de l'enregistrement augmentant avec le montant des actifs transmis. Ce n'est qu'en 1901 que la progressivité des taux est introduite (Lignereux 2022, p.69). Il s'agit alors de « frapper la richesse gratuitement acquise » par la mise en œuvre de taux qui augmentent avec le montant des actifs transmis par le défunt (Lignereux 2022, p.70). Un argument est utilisé par Maurice Allais dans son ouvrage de 1977[18] lorsqu'il propose de taxer les revenus non gagnés ou illégitimes afin de rendre plus difficile la survivance sur le marché de tous ceux qui se révèlent incapables d'utiliser au mieux les biens durables dont ils disposent. Ces projets de lois sont portés par des radicaux socialistes et des solidaristes regroupés autour de Léon Bourgeois. Jusqu'en 1901 ils se heurtent cependant à une forte opposition de la part notamment des familialistes qui défendent l'idée que « le mort n'est plus là, mais la

16 Lignereux, B. (2022) *Les impôts sur le patrimoine de 1789 à nos jours*, Paris, LGDJ, page 20.

17 Bozio, A. (2007) « La taxation du patrimoine en France. Enjeux, bilan et perspective », *Regards croisés sur l'éco*nomie, 1 (1), 204-210

18 Allais, M. (1977) *L'impôt sur le capital et la réforme monétaire,* Paris, Hermann.

famille est là et la succession est à elle » (Lignereux 2022, p.71). L'État n'est pas le seul être immortel. Il y a aussi la famille.

La loi du 25 février 1901 marque donc un tournant, puisque la progressivité entre dans la fiscalité française par l'impôt sur les successions. Les taux en ligne directe sont de 1 et 2,5%, sans abattement ni tranche à 0% ni exonération. A partir de cette loi, toutes les réformes de l'impôt sur les successions consistent à jouer sur l'une ou l'autre de ces caractéristiques et notamment à faire évoluer le montant des taux et la nature plus ou moins progressive de l'impôt. En 1902 le taux marginal supérieur est porté à 5% en ligne directe, en 1910 le ministre Cochery, à la suite du projet du socialiste Caillaux, le fait passer à 7,5%, puis 12% en 1917, 17% en 1920, 12,5% en 1926 sous l'autorité de Raymond Poincarré, 15% en 1934, 60% en 1936, 68% en 1938, 35% en 1948, 15% en 1959, 20% en 1968, 43% en 1983 avec le retour de la gauche du programme commun (socialiste et communiste), 45% en 2011, sous la présidence de Nicolas Sarkozy[19]. Le Président Hollande prolonge cette hausse des taux de 2011 par la réduction des abattements, et des franchises de droit pour les dons venant d'oncles ou de tantes. La législation applicable en 2022 est l'héritière de ces dernières décision (Tableau 1). Elle place la France parmi les pays qui ont le taux d'imposition le plus élevé (Tableau 2) des pays de l'OCDE, derrière le Japon et la Corée du Sud qui sont deux pays à prélèvements publics obligatoires faibles.

L'histoire de l'impôt sur les successions ne peut pas se résumer à l'histoire de ces taux hauts pour les héritiers en ligne directe, mais il montre bien, à l'exception de la réforme de 2011, la nature politique de cet impôt qui relevait probablement plus d'une stratégie politique que d'une conviction. Le taux haut de 60% voté par le Front populaire en 1936 et le retour à une tranche à 40% en 1983 en sont les deux meilleurs exemples. L'impôt sur les successions a eu aussi une dimension familialiste et nataliste, de nombreuses réformes cherchant à utiliser

[19] Goupille-Lebret, J. (2016) « Combien ont coûté les réformes de l'impôt sur les successions mises en place en France depuis 2000 ? », *Revue économique*, 67 (4), 913-936.

l'impôt sur les successions pour encourager les familles nombreuses (Lignereux 2022).

Tableau 1

Barème de taxation des successions en ligne direct en France en 2022
Part taxable après abattement de 100 000 euros (Barème en %)

Jusqu'à 8 072 €	5%
De 8 073 à 12 109	10%
De 12 110 à 15 932	15%
De 15 933 à 552 324	20%
De 552 325 à 902 838	30%
De 902 839 à 1805 677 €	40%
Au-delà de 1 805 677 €	45%

Source : Tableau Vie-publique.fr / DILA

Tableau 2

Taux haut de l'impôt sur l'héritage (OCDE 2015)

Pays	Taux maxi.	Pays	Taux maxi.	Pays	Taux maxi.
Japon	55%	Belgique	30%	Suisse	7%
Corée du sud	50%	Allemagne	30%	Italie	4%
France	45%	Chili	25%	Serbie, Slovénie	0%
UK	40%	Grèce	20%	Australie, Nouvelle Zélande	0%
USA	40%	Pays-Bas	20%	Autriche, Norvège, Portugal	0%
Espagne	34%	Finlande	19%	Canada, Suède, Hongrie	0%
Irlande	33%	Danemark	15%	Israël, Mexique	0%

Source: Tax Foundation, OCDE

Si la politique fiscale en matière de succession a parfois été familialiste, elle n'a jamais été néo-libérale : la seule année où le législateur a envisagé sérieusement de supprimer l'impôt sur les successions a été 1951[20]... Il serait donc plus juste de dire que le consensus oscille entre familialisme et égalitarisme.

Les mises en œuvre de niches fiscales, d'abattements et plus généralement la complexification du droit fiscal en matière de succession et de donation, ne peuvent être qualifiés non plus de néo-libérales. John Stuart Mill, John-Maynard Keynes et Maurice Allais ont certes soutenu l'existence d'un tel impôt, mais il est difficile de les classer dans le camp des néo-libéraux. Keynes est un dirigiste. Mill a tout au long de son œuvre dérivé vers des positions socialistes[21]. Maurice Allais n'était pas socialiste mais un ingénieur économiste qui défendait le protectionnisme et une conception de la rente, nous l'avons vu, très particulière. Pour conclure et pour éviter toute confusion, il est important aussi de rappeler que la famille et l'autonomie ou l'individualisme ne sont pas opposés. C'est même dans la famille que se construit l'individualité, le sens de la propriété de soi, de son identité comme individu[22].

Tous les experts qui ont été cités en introduction connaissent cette histoire et défendent le principe de l'égalité des chances. Ils motivent leurs propositions de réformes par le fait que les hauts taux de l'impôt sur les successions cacheraient une multiplicité d'abattements et

[20] En 1951 un projet de loi supprimant les droits de succession entre époux et en ligne directe est votée par la commission des finances de l'assemblée. Elle ne sera finalement pas adoptée. Voir Tristram, F. (2005) *Une fiscalité pour la croissance*, Paris, CHEFF, page 157.

[21] Laurent, A. (2022) « Compte rendu de lecture critique : John Stuart Mill, libéral utopique. Actualité d'une pensée visionnaire », *Journal des Libertés*, n°17 (été), 157-161.

[22] Facchini, F. (2002) "Complex individualism and the legitimacy of Property right," *European Journal of Law and Economics*, 13 (1), 35-46.

d'exonérations[23] qui limitent la progressivité et la réalisation d'une société plus égalitaire (Lignereux 2022, p.131). Il importe donc de démanteler les lois qui empêchent l'impôt sur les successions d'être redistributif. Cette position permet aussi de répondre à ceux qui observent naïvement, à l'image des experts de l'OCDE, que la France a l'une des tranches hautes les plus élevés des pays développés et une part beaucoup plus importante des recettes de l'État central qui provient des taxes sur les successions.

2. Inégalités et injustices ne sont pas synonymes

Un tel idéal égalitariste se conforte par la production d'importantes statistiques sur le montant des héritages, la concentration des patrimoines et le profil des héritiers et des testateurs.

Les deux arguments statistiques les plus souvent utilisés sont les suivants[24] :

1. L'homogamie. Les riches se marient avec des riches. Ils protègent ainsi leurs situations, mais bloquent l'ascension sociale par le mariage.

[23] En 2023, un certain nombre d'héritages sont non taxés. En dessous de 100 000 euros, le taux est nul pour un fils ou une fille. Jusqu'à 159325 euros, le taux est nul pour un handicapé (chiffre 2023). Depuis la loi d'août 2007, le conjoint survivant (époux ou épouse), le partenaire de PACS — s'il y a un testament —, les successions hors dettes dont le montant est inférieur à 50 000 euros, les frères et sœurs vivants ensemble avant le décès, les héritiers de victimes de guerre, les héritiers de militaires morts pour la France ou au service de la nation, les héritiers de victimes d'actes de terrorisme, les héritiers de sapeurs-pompiers décédés en opération et cités à l'ordre de la Nation et les héritiers de policiers, gendarmes et agents des douanes décédés dans l'accomplissement de leur mission et cités à l'ordre de la nation bénéficient également d'une exonération.

[24] Frémeaux, N. (2018) *Les nouveaux héritiers*, Paris, éditions du Seuils, la république des idées.

2. Un tiers des ménages n'héritent de rien alors que 10% de ceux qui héritent, héritent de 50% des actifs disponibles[25].

L'INSEE produit une très importante quantité de données sur cette question des inégalités de patrimoine.

Il est important, pourtant, à ce stade de rappeler le point de vue de Robert Nozick. Produire des chiffres sur les inégalités et dire que, dans un pays donné, les n% les plus riches de la population détiennent plus que ce pourcentage de la richesse générale, et que les n% de population les plus pauvres détiennent moins ne dit rien sur l'injustice (Nozick [1974] 1988, p.286). Car l'injustice ce n'est pas d'avoir moins que les autres, mais de ne pas recevoir ce qui vous est dû. La redistribution dans ces conditions n'est légitime que si elle vient réparer une injustice (Nozick [1974] 1988, p.210).

Le problème de l'héritage n'est pas, sous ce principe, de comparer l'inégalité des sommes versées par le testateur à ses héritiers ou de mesurer l'effet de ce transfert sur les inégalités de distribution des patrimoines, mais de savoir si les droits qui sont légués par le testateur respectent le principe de propriété. Est-ce que le testateur a volé ses actifs ? A-t-il hérité d'une œuvre d'art volée durant la guerre à une famille juive persécutée par le régime national socialiste ? L'héritier a-t-il manipulé la volonté du testateur pour hériter ? Ces questions n'ont pas de solutions statistiques. Elles n'ont que des solutions institutionnelles. L'appareillage statistique ne dit rien sur la justice ou l'injustice d'une distribution. La statistique donne du travail aux statisticiens, mais ne conforte en rien l'équité des critères égalitaristes du type « chacun une part égale » ou « à chacun une chance égale ». La statistique n'est pas inutile, mais il ne faut oublier qu'elle ne peut au mieux qu'habiller un discours égalitariste, fondamentalement morale et impossible à trancher par la simple histoire statistique des inégalités. Une inégalité n'est condamnable que si elle trouve ses origines dans un vol ou plus généralement un acte immoral.

---

[25] Kessler, D., A. Masson et P. Pestiau (1991) « Trois vues sur l'héritage : la famille, la propriété, l'Etat », *Économie & prévision*, 100-101 (4-5), 1-29, p.12.

Cela rappelle que le plus important n'est pas tant de mesurer les inégalités que de s'interroger sur leurs origines[26]. Si les inégalités sont la conséquence d'actes de pillages, elles sont injustes. Si elles sont la conséquence d'une activité de recherche de rente, elles sont injustes. Restituer sa fortune à un individu spolier est juste, mais imposer la fortune d'un individu qui l'a acquise honnêtement est injuste. Le contrat fixe ce qui est dû à chacun. Ici, le contrat c'est le testament et le testament fixe la volonté du défunt. Il serait injuste de s'y soustraire si ce dernier est le propriétaire légitime des biens qu'il transmet. Telle est l'alternative à l'argumentation statistique et à la norme égalitariste qu'elle tente de soutenir.

L'étude des inégalités devrait être plus institutionnelle que statistique, car ce qui importe c'est l'existence ou non de privilèges. On peut néanmoins nuancer cette philosophie de la restitution développée par Robert Nozick ([1974] 1988, p.190) en ayant recours au principe de prescription (Salin 1985, p.107). N'est-il pas possible, en effet, que, passé un certain temps, la morale et la recherche de la paix sociale exigent le pardon, autrement dit l'absence de restitution ?

Quoi qu'il en soit, rien ne nous pousse à croire que les égalitaristes défendent une société juste en proposant la hausse de la progressivité de l'impôt sur la fortune. Une société juste doit respecter la dernière volonté du défunt parce que ce dernier est le seul propriétaire légitime des biens transmis en héritage.

[26] Voir Nozick [1974] 1988, Facchini, F. (2019) « Une réévaluation de la relation inégalité croissance à travers la théorie de la recherche de rente », sous la direction du doyen Jean-Philippe Agresti in *Un universitaire entre droit et économie. Mélanges offerts à Serge Schweitzer*, Presses Universitaires d'Aix-Marseille.

3. Les effets de l'impôt sur les successions sur la production

Si cette forme d'imposition, qui relève de l'idéologie égalitariste, est injuste, elle est aussi inefficiente. Cet impôt, financièrement marginal, a de nombreux effets pervers sur l'activité productive.

Quatre effets sur les choix du testateur peuvent être identifiés.

1. Le premier porte sur le volume d'actifs. Face à l'impôt le testateur peut décider de réduire le montant de son héritage. Il travaille moins, accumule moins et transmet un moindre capital. A la limite, il peut décider de ne rien laisser à l'État après sa mort. L'impôt sur l'héritage dans ces conditions réduit l'épargne et l'effort productif. Il a un effet négatif sur la croissance économique[27].
2. Le second conduit à lier impôt sur l'héritage et impôt sur les donations. En présence d'un impôt sur les transferts de richesse à sa mort le testateur peut décider de donner de son vivant. Le fisc sachant cela va devoir taxer le don, c'est-à-dire, la générosité. L'impôt sur les donations est en ce sens la réponse du fisc au premier effet de l'impôt sur l'héritage. Si la taxe sur les donations est moins importante que la taxe sur l'héritage, le propriétaire des actifs a toujours intérêt à donner de son vivant. L'autre intérêt du don de son vivant est la relation qu'entretient le testateur à ses héritiers. Le don est un signe de générosité. La suppression de l'héritage conduirait les hommes à être reconnaissant vis-à-vis des citoyens anonymes et non de leurs parents ou du testateur qui a décidé de donner une partie de ses biens. On retrouve le conflit qu'il y a entre l'institution de la famille et l'État.
3. Le troisième effet porte sur la structure des actifs. Le testateur peut chercher à accumuler d'autres types de capital pour mettre à l'abris du besoin ses proches. Il lègue du capital humain, et/ou du capital social. Il permet à ses enfants en particulier de faire des études et de faire le même métier que lui. Il n'accumule pas d'actifs matériels,

[27] Poterba, J. (1997) "The Estate tax and after tax investment returns," NBER Working Paper n°6337. Kopczuk, W. (2010) "Economics of estate taxation: brief review of theory and evidence," NBER Working Paper n°15741.

mais des actifs immatériels. Le capital humain de ses enfants n'est pas taxé. Son réseau social n'est pas taxé. L'impôt sur l'héritage n'est pas seulement discriminatoire parce qu'il fait payer des montants différents à deux redevables ayant le même revenu. Il privilégie les individus qui accumulent du capital humain et social et stigmatise le redevable qui préfère accumuler du capital physique (des actifs) (Salin 1985, p.112). Cela peut en partie expliquer le succès de l'égalité des patrimoines chez les intellectuels qui ne se prononcent jamais pour l'égalité du capital humain ou du capital social. En un sens, l'équivalent d'un impôt sur l'héritage dans le cas de l'intellectuel consisterait à brûler son œuvre, détruire ses livres, ses tableaux, ses sculptures, etc. Pour un fils ou une fille, l'équivalent de l'impôt serait de ne pas avoir le droit de porter le nom de son père, de ses parents parce qu'il pourrait en tirer avantage. L'héritage est la trace, le témoignage de l'existence d'un être humain. Il lui permet de survivre en quelque sorte à sa mort. Il n'y a pas de raisons, par conséquent, de taxer les héritiers d'un capital matériel et d'exonérer les héritiers d'un capital immatériel.

4. Le quatrième est l'expatriation. Le testateur peut se délocaliser au moment où il se sent approcher de la mort évitant ainsi à ses héritiers de payer l'impôt. Ce type d'effets reste difficile à observer. Pour les USA il existe une émigration des testateurs vers les États qui n'imposent pas la succession ou faiblement. L'effet sur les recettes fiscales resteraient cependant très faible[28].

Cinq effets sur le comportement des héritiers sont également envisageables. De tels effets sont cependant beaucoup plus incertains car le montant de l'héritage comme le moment où le décès survient sont incertains.

1. L'héritage conduit l'héritier à consommer et à travailler moins (*effet revenu*). C'est ce que montre les travaux de Holtz-Eakin et al. et

[28] Bakija, J. et J. Slemrod (2004) "Do the rich flee from high state taxes? Evidence from federal estate tax returns," NBER Working Paper n°10645.

Joulfaian pour les Etats-Unis[29]. Il est probable, cependant, que l'âge tardif des héritiers limite considérablement l'ampleur de cet effet. En 1920 l'âge moyen des héritiers en ligne directe était de 29,9 ans. En 2010 il serait de 46,4 et en 2022 de 50 ans (Piketty 2001 Figure 11-4). Cette évolution est la conséquence de la hausse de l'espérance de vie[30]. Les enfants héritent quasiment de leurs parents lorsqu'ils sont à la retraite. Il n'est plus question d'utiliser les actifs des parents pour s'acheter son premier appartement ou investir dans son entreprise. L'héritage a changé de fonction.

2. Les droits de succession limitent cet effet. L'héritier épargne par anticipation pour payer les droits de succession. L'impôt sur les successions n'encourage pas les parents à épargner, mais incitent les enfants à travailler pour payer les droits de succession.

3. Cet effet doit probablement dépendre du montant de l'héritage anticipé. Si les droits sont jugés trop élevés, l'impôt peut être jugé confiscatoire puisque l'héritier doit vendre les biens accumulés par ses parents pour payer l'impôt. Lorsqu'il s'agit d'une entreprise, la vente de l'entreprise peut être source de licenciement et de pertes d'activités. Si l'État décide pour éviter ce type de décision de ne pas imposer les héritiers qui reprennent l'entreprise familiale, il limite les effets de l'impôt à court terme, mais favorise à moyen et long terme la gestion d'entreprises par des agents incompétents qui dirigent l'entreprise familiale que pour éviter de payer l'impôt. Cela fragilise le tissu productif du pays.

4. L'héritage incite à la prise de risque. Détenir d'importants actifs favorise en effet la prise de risque et finalement l'innovation.

5. L'impôt sur les successions peut aussi conduire le futur héritier à s'expatrier. Il anticipe l'impôt et se délocalise au moment attendu de

---

[29] Holtz-Eakin, D., D. Joulfaian, D. Rosen and S. Harvey (1993) "The Carnegie conjecture: some empirical evidence," *Quarterly Journal of Economics*, 108, 413-435. Joulfaian, D. (2006) "Inheritance and Saving," NBER Working Paper n°12569.

[30] Voir par exemple : https://www.insee.fr/fr/statistiques/4160025.

la succession. Pour éviter ce type de comportement, l'État généralement impose l'héritage exclusivement au domicile du défunt. Si le testateur veut protéger son héritier, il a intérêt alors à migrer avant sa mort. La conséquence est de renforcer la migration des vieux riches vers des pays qui imposent moins leurs actifs.

L'analyse empirique des conséquences productives de l'impôt sur la fortune héritée est difficile à réaliser, ce qui peut expliquer leur faible nombre[31]. Pour ce qui est de l'efficience, la plupart des effets négatifs anticipés par la théorie sur les choix d'accumulation des testateurs sont observés. De leur lecture assidue de la littérature récente sur les conséquences économiques de l'impôt sur l'héritage, Bastani et Waldenström (2020) concluent que l'effet négatif de l'impôt sur l'héritage sur les choix d'accumulation des parents existe, mais qu'il est de faible ampleur. Ils estiment, aussi, qu'il existe bien un effet d'anticipation : les testateurs sont bien incités à réduire le montant de leurs actifs lorsqu'ils sont malades et qu'ils réalisent qu'une partie de leur capital sera versé au fisc. Dans une étude non publiée portant sur des données administratives suédoises il est aussi constaté que les entreprises dont les propriétaires héritent de montants importants ont tendance à survivre plus longtemps que des entreprises comparables qui héritent de sommes moins importantes. L'héritage n'accroît pas les performances de l'entreprise, mais lui permet de survivre (Bastani et al. 2020, p.833).

4. Conclusion

L'impôt sur l'héritage réalise donc un idéal égalitariste au prix d'une perte d'efficience. Il impose un arbitrage égalité – efficience car il décourage l'épargne, limite la prise de risque des héritiers et incite à la délocalisation des actifs taxés. Il prend, aussi, le risque de démanteler les solidarités familiales pour privilégier la solidarité contrainte qu'impose la taxe. Il oblige alors à taxer la générosité, le don, pour

[31] Bastani, S. and D. Waldenström (2020) "How should capital be taxed?" *Journal of Economic Survey*, 34 (4), 812-846. p.833.

contrer les stratégies d'évitement. Il refuse la protection familiale des parents pour lui substituer une protection publique beaucoup plus incertaine et beaucoup moins adaptée aux situations de temps et de lieu de chaque famille. Il est, enfin, injuste car il retire aux héritiers ce qui leur est dû par contrat, par testament. Sa suppression est en ce sens la meilleure des politiques (Salin 1985, p.103). Cela explique pourquoi de nombreux pays dans le monde en sont venus à cette conclusion.

L'ensemble des propositions de réformes élaborées par les experts français depuis 2017 ne font que traduire leur hostilité à l'ordre de la propriété et du consentement et leur présomption à savoir ce qui est bon pour chacun. Elle tire de la hausse de l'âge moyen des héritiers en ligne directe des mesures de politique publique qui sont de plus inquiétantes, car l'avenir devrait aussi poser le problème du grand âge et, en incitant les testateurs à donner leur fortune de leurs vivants, ces derniers peuvent se retrouver démunis lorsque leur vie se prolonge dans des maisons de retraite médicalisées. L'incertitude reste le maître-mot de l'ensemble de ces débats et les raisonnements à la moyenne, construits sur des statistiques impersonnelles, ne sont pas adaptés au traitement de situations singulières et *a priori* imprévisibles. L'homme ne connaît ni l'heure ni le jour[32].

[32] Nouveau Testament. Matthieu 24. « Pour ce qui est du jour et de l'heure, personne ne le sait ».

Des libertés individuelles dans l'allocation du temps

par
François Gardes

François gardes est Professeur émérite à l'Université Paris Panthéon Sorbonne, et Professeur en activité à l'Université Catholique d'Angers (UCO). Il effectue ses recherches comme membre associé de l'École Economique de Paris. Ses travaux en cours et publications récentes portent sur les choix économiques et le comportement des ménages, l'économie mathématique, l'économétrie appliquée et l'histoire de la pensée économique.

1. Des libertés économiques individuelles

Pour l'économiste, la Liberté se résout dans *les* libertés que l'agent économique va exercer dans ses choix soumis aux raretés s'exprimant sur les marchés. La Liberté n'est que l'ensemble des libertés particulières (et bien sûr interdépendantes).

L'État contrôle de plus en plus parfaitement nos revenus et nos activités marchandes, c'est-à-dire, notre contrainte budgétaire monétaire. Pour le choix d'allocation de notre temps disponible, des règles s'établissent également par des impossibilités (travail de nuit pour certaines catégories de population, temps de travail limité sur une période...) mais une large liberté demeure, y compris pour ce qui concerne le travail marchand. Même en état de guerre ou d'incarcération, l'individu garde des libertés dans l'usage de cette ressource rare (Soljenitsyne ne disait-t-il pas que sa liberté, sur l'ensemble de sa journée de détenu, était assurée par la demi-heure de bucheronnage qu'il effectuait librement chaque matin, avant l'éveil des autres prisonniers ?). C'est cette liberté dans l'allocation de notre temps que je me propose d'étudier ici.

On considèrera pour ce faire les analyses récentes des choix de temps d'activités, qui dépendent éminemment de l'inscription sociale des individus (tout particulièrement de la structure de leur réseau familial) : temps consacré aux activités marchandes rémunérées, temps de travail domestique, temps de loisir. Cette analyse doit être fondée, dans le cadre de la théorie de la production domestique, sur le modèle d'allocation du temps proposé par Gary Becker dans son article de 1965, dont on présente en Annexe une généralisation qui permet d'endogénéiser la valeur du temps, donc de la différencier selon les caractéristiques des individus.

2. L'analyse économique de l'allocation du temps

L'agent économique, qu'on le considère au niveau individuel ou dans son rôle au sein d'un ménage, fait usage de temps dans toutes ses activités économiques, sociales ou personnelles. Il s'agit ici du temps

alloué à ces activités, non du choix du moment — passé, présent ou futur — où l'activité a lieu (substitution intertemporelle qui constitue un sujet plus ancien de la pensée économique). On sait que chacun dispose d'un temps limité, en fait usage de manière univoque (pour une unique activité, telle celle de s'alimenter) ou multiple (assumant plusieurs tâches dans le même espace de temps), est contraint par des usages obligatoires plus ou moins semblables d'un individu à l'autre (par exemple de sommeil) et ne peut échanger son temps sur un marché (bien que des échanges interpersonnels existent, par exemple au sein de la famille, ou intertemporels par retardement de certaines activités). L'origine de sa valeur tient fondamentalement au degré de substitution existant entre un temps d'activité personnelle (se couper soi-même les cheveux, activité opérée avec l'apport de certains biens ou services marchands) — classiquement dénommée production domestique — et un bien ou service marchand nécessitant un temps d'activité nul ou inférieur (aller chez le coiffeur) ainsi que, en deuxième lieu, le temps de travail marchand qui fournit les revenus nécessaires à l'achat des biens (payer le coiffeur). Sans cette possibilité de substitution, on ne peut considérer ce temps d'activité que comme une contrainte supplémentaire, s'ajoutant à la contrainte budgétaire de l'agent (c'est le mode de théorisation du temps d'activité dans l'analyse microéconomique classique). Ce sujet d'étude a été renouvelé par l'article fondateur de Gary Becker (1965) présenté en Annexe.

Un exemple : les choix alimentaires des jeunes retraités

Un exemple intéressant de l'importance de la considération de l'allocation de temps pour expliquer les comportements économiques individuels est l'étude de l'ensemble du processus alimentaire, dans ses deux dimensions d'achat monétaire et de production domestique des repas (course, préparation des plats, de la table). Ce comportement alimentaire a donné lieu aux Etats-Unis à un débat qui a longtemps partagé les économistes pour expliquer un fait empirique : les personnes entrant en retraite diminuent significativement leurs dépenses alimentaires et donc risquent une insuffisance alimentaire

s'accompagnant de graves conséquences potentielles sur leur santé. Les économistes américains ont considéré que ce fait, statistiquement bien établi, constituait un paradoxe, dans la mesure où les ménages âgés, moins insérés socialement après leur retraite, devraient au contraire se consacrer à une amélioration de leur cadre de vie privé et en particulier à la qualité de leur alimentation. On observe en effet (Gardes, 2021, section 4.3), en considérant uniquement les couples sans enfants pour éviter les effets de taille, que la dépense alimentaire moyenne du ménage qui atteint la retraite baisse en France de 12,5% alors que l'effet statistique de l'âge du chef de famille entre ces deux types de ménage n'est estimé qu'à -1,6%. Un même phénomène est observé pour les ménages américains dont la dépense alimentaire diminue de 18% pour ces tranches d'âge en 2012. On a généralement expliqué cette baisse par la sortie du marché du travail, qui peut modifier les besoins alimentaires (en diminuant les efforts physiques) comme il peut changer les comportements (par la disparition des interactions sociales au travail), mais aucune explication de ce type n'a convaincu la profession.

Aguiar et Hurst (2007) ont donné une explication plus convaincante de ce paradoxe : en examinant la structure des composants alimentaires essentiels (glucose...) issus de la consommation de produits finaux (par l'intermédiaire d'une matrice de transformation de ces produits en leurs composants nutritifs élémentaires), ils ont prouvé que le vecteur de ces ingrédients élémentaires n'avait pas diminué lors du passage à la retraite, donc que l'alimentation des personnes âgées, obtenue par une production domestique différente et plus élaborée de leur processus d'alimentation avant la retraite, ne diminuait ni en qualité ni en quantité par rapport à la situation de pré-retraite.

A l'occasion de la retraite, une substitution s'opère donc des dépenses monétaires vers un temps domestique de préparation de l'alimentation. L'examen des budgets-temps des ménages français montre en effet que le temps consacré à l'alimentation augmente considérablement lors du passage à la retraite : de 30% par exemple en France dans la comparaison des ménages de la tranche d'âge 65-70 ans à ceux de la tranche des 55-59 ans (entre lesquels la dépense alimentaire

monétaire diminue de 12,5%). L'estimation de la dépense complète d'alimentation (additionnant la dépense monétaire et la valeur du temps d'alimentation évalué à un coût d'opportunité propre à l'activité alimentaire) révèle que cette dépense complète ne change guère entre ces deux tranches d'âge, ce qui conforte donc l'explication donnée par Aguiar et Hurst : la retraite, dégageant du temps libre pour la production domestique, permet de diminuer les dépenses monétaires d'alimentation par des achats moins onéreux et l'acquisition d'ingrédients non transformés, et sans doute d'augmenter la qualité des repas produits plus complètement à domicile. L'analyse de la substitution entre les deux types de dépenses, monétaires et temporelles, s'avère donc essentielle pour comprendre ce paradoxe de l'alimentation des personnes âgées. Elle montre surtout qu'une intervention — coûteuse — de l'État sous la forme d'une taxation négative (par exemple par l'octroi de bons d'alimentation) entraînerait une surconsommation alimentaire des retraités, en contredisant en fait une liberté de choix qui les amène naturellement à adapter leur comportement d'alimentation aux nouvelles contraintes et aux nouveaux coûts de leur situation sociale.

3. Liens entre les applications de la théorie de la production domestique et les libertés économiques

De l'inégalité des niveaux de vie entre les ménages

La valorisation des temps d'activités marchandes et domestiques au niveau individuel (d'un ménage ou d'un individu) étend considérablement le champ d'analyse des comportements économiques individuels : l'intégration de la valeur temporelle de l'ensemble de la consommation des ménages permet ainsi d'estimer un revenu complet du ménage et de montrer (Gardes et Starzec, 2018) que l'inégalité de ces revenus complets est systématiquement inférieure à celle de sa composante monétaire (leurs évolutions étant sans doute également divergentes). Cela prouve que les libertés laissées aux ménages dans l'allocation de leur temps disponible leur permettent de compenser partiellement les inégalités dont ils souffrent sur le plan monétaire. Elles

permettent aussi, par le calcul d'échelles d'équivalence complètes, de montrer que le coût relatif d'un enfant supplémentaire (intégrant toutes ses conséquences sur l'allocation du temps entre diverses activités) s'avère supérieur (relativement au coût de l'adulte supplémentaire) au coût relatif monétaire, ce qui remet en cause l'ensemble des échelles utilisées par la puissance publique pour ses diverses mesures de redistribution des revenus. En d'autres termes, le coût « complet » de l'enfant supplémentaire est plus élevé pour les ménages dont les revenus monétaires sont plus élevés. C'est une indication précieuse de la contrainte économique qu'introduit la présence d'enfants dans le ménage, donc de la liberté de choix (plus faible qu'il n'apparait sur le seul plan monétaire) qui leur est impartie du fait d'un alourdissement de leurs contraintes de ressources monétaires et temporelles.

De l'inégalité des prix virtuels

Le modèle d'allocation du temps avec un coût d'opportunité du temps endogène permet également d'estimer les prix complets des différentes consommations, dont Boelaert et al. (2017) ont montré qu'ils sont fortement corrélés aux prix virtuels issus des contraintes du choix ou aux ressources non monétaires des agents. On observe que ces prix virtuels, tout comme les prix complets, varient assez largement d'un ménage à l'autre, ce qui indique des différenciations sociales dans les conditions de choix économiques entre les ménages et explique ainsi une partie des différences observées dans les choix de consommation des ménages. Les individus étant mieux informés de leurs conditions de choix atteindront donc, si liberté leur en est laissée, un optimum social meilleur que ne le ferait un service de planification centralisé mal informé de ces spécificités individuelles. Par ailleurs, les autres agents sont encore plus mal informés que l'agent lui-même de ces prix virtuels, ce qui détériore également la décision collective en cas d'interactions sociales.

De l'inégalité de la valeur statistique de la vie humaine

Une autre application concerne une nouvelle évaluation de la valeur statistique (c'est-à-dire économique) de la vie humaine basée sur l'intégration de toutes les heures vécues par un individu au cours de son cycle de vie (avec une valorisation dépendant des caractéristiques de l'individu et en particulier de son âge). Cette évaluation fournit des valeurs proches de la moyenne de celles fournies par les méthodes alternatives (de l'ordre de 3 millions de dollars US de 2015, voir Gardes, 2018, Tableau 4). Ce type d'évaluation — qui, évidemment, doit être manié avec prudence tant il est vrai que la vie humaine n'est pas uniquement un bien économique — permet de pallier l'absence de tout calcul économique de la part de l'État lui permettant, par exemple, de comparer les gains des mesures de confinement à leur coût économique immédiat (sans parler des coûts futurs liés à la fragilité attendue des hommes et du tissu économique). Pour ce faire, il faut évaluer ces coûts (monétaires) et gains (en vies humaines) dans une même unité, qui ne peut être que monétaire. Si l'on suppose ainsi que les restrictions de la première année virale en France ont diminué d'un tiers le bilan mortel du virus, évitant 15000 morts, le gain en vies humaines s'évalue monétairement pour la France à 35 milliards d'euros au maximum, alors que le coût direct des restrictions, de l'ordre de 11% du produit intérieur, a été de 240 milliards. Cela ne conduit pas nécessairement à conclure que le confinement était une mauvaise idée, mais nous éclaire sur son bilan économique.

Dans le tableau précité (Gardes 2018), la valeur de la vie humaine est calculée avec une actualisation exogène (fixée à 3 ou 5%) ou endogène (dépendant de la valeur du temps, voir Gardes, 2022c) — cette actualisation est nécessaire pour ramener à un même instant des valeurs réalisées à des instants différents afin de pouvoir les comparer. On constate alors, sur des données microéconomiques observées au niveau des ménages, que l'actualisation par un taux de substitution intertemporelle spécifique à l'agent économique valorise le niveau d'éducation (avec une augmentation de la valeur économique de la vie de 70%, au lieu de 22% lorsque le taux d'intérêt psychologique est fixé de manière exogène). Ceci indique que la liberté laissée à l'agent de

choisir sa préférence pour le futur augmente le taux de rendement de ses investissements en capital humain[1].

Par ailleurs, on constate dans ce même tableau que la valeur statistique de la vie humaine est fortement corrélée au PIB du pays dans lequel vit l'individu, mais que, de plus, son rapport au PIB est nettement plus élevé dans les pays développés (de 53 à 80%) qu'au Burkina Faso (de 27%) ou en Pologne (de – 3%). Le degré de développement économique d'un pays influence donc positivement la valeur économique relative des vies individuelles, avec un rapport de cette valeur au PIB per capita qui est maximal dans le pays le plus libéral dans ses institutions économiques.

4. Valeurs des temps, substituabilité des facteurs de production et libertés économiques

Les valeurs spécifiques aux activités domestiques

Les estimations d'un coût d'opportunité unique qui ont été discutées dans le paragraphe précédent s'obtiennent en supposant que la fonction d'utilité et les fonctions de production domestique ont des formes bien précises — des fonctions « Cobb-Douglas » — ce qui revient à faire l'hypothèse qu'il est facile de remplacer le facteur de production monétaire par le facteur de production temporel. La généralisation à une spécification plus large de la fonction de production — avec des élasticités de substitution constantes mais plus nécessairement unitaires (CES) — fournit des coûts d'opportunité spécifiques à chaque activité : alimentation, transport, logement. On constate alors que ces coûts d'opportunité varient proportionnellement avec le degré de substitution entre la dépense monétaire et la durée de l'activité

[1] Par ailleurs, le fait que le taux d'intérêt psychologique (c'est-à-dire la préférence pour le présent) augmente avec la valeur du temps montre que la liberté de l'individu de procrastiner, en retardant une décision, dépend de la valeur qu'il donne à ses temps d'activité.

considérée : ainsi, la valeur donnée au temps d'alimentation (fonction caractérisée par une faible substituabilité) est de deux euros et demi en 2000 en France, alors que la valeur moyenne pour le reste de la consommation (caractérisé par une élasticité de substitution presque double) est de cinq euros et demi[2]. On peut donc considérer que la liberté des ménages à substituer les deux facteurs de la production domestique, donc la flexibilité qui est assurée à cette activité privée, accroît la valeur qu'ils donnent à leur temps disponible, ce qui explique la diversité des valeurs du temps au sein de la sphère domestique.

Valeur du temps et taux de salaire marchand

On constate parallèlement que les estimations du coût d'opportunité moyen du temps (rapporté au taux de salaire moyen) dans ces cinq pays inégalement développés *sont d'autant plus élevées que le pays est plus libéral*. Cela signifie que les agents économiques profitent, dans un pays dont les marchés sont bien développés et ouverts à tous, d'une efficacité productive qui s'exprime non seulement sur le marché du travail mais également dans toutes leurs activités productives privées. Ces deux évidences empiriques indépendantes indiquent donc qu'un accroissement de la liberté individuelle (par les facilités de substituer les deux facteurs des productions domestiques, ou plus généralement d'échanger sur des marchés nationaux libéralisés) augmente la valeur du temps des agents économiques, et donc les revenus complets des ménages (revenus intégrant leurs ressources monétaires et la valeur de

[2] Gardes, 2018, version de 2022. Becker semble être le seul dans la littérature qui ait proposé une explication de la diversité des coûts d'opportunité du temps selon l'activité de l'agent : son explication est fondée sur l'effort différentiel consacré par le ménage à ses diverses activités domestiques, ainsi que par le fait que certaines activités contribuent indirectement à l'efficacité d'autres activités, ce qui augmente la valeur du temps qui leur est consacré. Ces deux explications, sur lesquelles Becker ne reviendra pas par la suite, ne sont guère convaincantes et n'ont pas reçu de confirmation empirique.

leur production domestique). Ce point est précisé dans la section suivante.

Évaluation d'un PIB élargi à la production domestique

Un Produit Intérieur Brut élargi à la production domestique (et éventuellement à la valeur des productions sur les marchés informels) sera augmenté par la valorisation du temps des individus dans la mesure où elle ne diminue pas plus que proportionnellement la durée totale des activités domestiques. On peut ainsi estimer qu'une libéralisation de l'économie française jusqu'au niveau américain (correspondant à une valorisation supérieure du temps disponible des ménages par rapport à leur taux de salaire marchand net) augmenterait le PIB élargi français de 12,5%, correspondant ainsi à 20% de PIB marchand. De même, la valeur statistique (économique) de la vie humaine d'un individu serait-t-elle accrue, comme on l'a constaté antérieurement, par une augmentation des coûts d'opportunité du temps individuel : cette valeur de la vie humaine peut donc être interprétée comme une mesure (monétaire) de la liberté qui est laissée aux individus de faire usage du temps terrestre qui leur est imparti.

Conclusion

Devant assurer à la fois (et ce devrait être ses seules priorités) la sécurité et la liberté des citoyens, l'État tend à privilégier la première, qui lui permet plus facilement d'acheter ses électeurs au moment opportun, au détriment des secondes. Or, les libertés économiques des individus s'exercent par leurs choix monétaires, qui dépendent du degré de libéralisation des marchés, mais également par leurs décisions d'allocation du temps, dont l'empreinte s'opère sur tout leur champ de vie. Les tentatives récentes — et assez réussies dans une France de robots — de l'État de les contrôler montrent que cette liberté, comme toutes celles qui s'insèrent dans la vie sociale, doit être activement préservée.

La seule considération de la dimension monétaire des choix économiques des ménages ne permet donc pas de révéler les menaces cachées contre les libertés individuelles qui peuvent s'exercer dans la sphère de leur production domestique, par des contraintes sans cesse accrues sur leur liberté d'allocation de leur temps disponible. Les analyses qui ont été examinées dans cet article ont en particulier montré l'impact potentiel de ces restrictions étatiques sur l'effet réel de la taille de la famille, sur les inégalités liées à la diversité des structures familiales, sur la faculté qui est laissée de substituer ses ressources économiques d'une période à l'autre, sur la valorisation spécifique de son temps dans des activités alternatives et sur le niveau des revenus complets des ménages. L'allocation par les individus de leur temps disponible est, me semble-t-il, un nouvel horizon fondamental où repérer les attaques des États contre les libertés économiques.

* * * *
* *

Annexe :

Modèle de Becker et méthode d'estimation du coût d'opportunité du temps

Muth et Becker ont proposé dans deux articles indépendants d'analyser les décisions du ménage comme celles d'une petite entreprise soumise aux conditions des marchés et à leur technologie de production, qui correspond en l'occurrence à la production de biens et services domestiques et à la consommation des membres du ménage. La présence d'une contrainte des temps d'activité (ne pouvant dépasser les 24 heures d'une journée lorsque l'on considère conjointement le travail marchand et les activités de production domestique, en y incluant le sommeil) implique nécessairement une valorisation positive du temps disponible, puisque toute extension de son temps disponible sera considérée par l'agent économique comme un évènement favorable (il

serait donc prêt à y consacrer un peu de ses disponibilités monétaires). La particularité du modèle de Becker consiste à introduire la contrainte de temps disponible de l'agent économique dans sa contrainte monétaire, en supposant que toute consommation de biens ou services marchands utilise une partie (supposée fixe par unité de bien marchand) de ce temps disponible et que le temps de production domestique ou de loisir peut être valorisé monétairement par le taux de salaire net de l'agent. Cette dernière hypothèse est particulièrement critiquable, d'une part parce que la substitution des temps de travail marchand au reste du temps disponible n'est pas parfaite, d'autre part en raison des évaluations empiriques, par enquête, de cette valeur (ou coût d'opportunité) du temps qui s'avèrent nettement inférieures aux taux de salaires nets.

Dans l'optique d'une substitution possible entre activités marchandes et domestiques, cette valeur du temps sera un coût d'opportunité que les premières analyses de l'allocation du temps identifient donc à sa valeur marchande (taux de salaire net des taxes et éventuellement des coûts spécifiques au travail marchand, de transport, d'habillement, par exemple dans l'article de Gary Becker de 1965) ou au taux de salaire minimum si l'on suppose une faible productivité aux tâches domestiques. Les enquêtes subjectives montrent que cette valeur du temps se situe en fait à un niveau moyen plus faible, de l'ordre de la moitié du taux de salaire individuel, et qu'il varie fortement d'un individu à l'autre. Il semble donc utile d'estimer ce coût d'opportunité au niveau individuel. L'objet du modèle exposé ci-dessous est d'évaluer économétriquement ce coût d'opportunité du temps.

Des modèles structurels complexes analytiquement et difficiles à estimer ont été proposés après l'article de Becker, principalement dans le cadre de l'analyse des choix de transport (ce qui limite l'interprétation de leurs évaluations). Le modèle structurel que j'ai proposé (Gardes, 2019) fournit une estimation du coût d'opportunité du temps à partir de la modélisation d'une utilité directe dépendant du volume des productions domestiques effectuées à l'aide des dépenses monétaires pour l'acquisition de biens et services marchands et des temps d'activité domestique. Les fonctions de production domestique sont supposées

indiquer une substituabilité possible entre les facteurs de production monétaire et temporel, mais avec une élasticité de substitution unitaire (forme dite de Cobb-Douglas). Le coût d'opportunité du temps dépend donc des dépenses monétaires, des temps d'activité et des paramètres des fonctions d'utilité et de production domestique pour chaque consommation dont on observe les deux facteurs de la production domestique.

Le prix virtuel moyen du temps dépend également des caractéristiques des ménages, étant positivement corrélé à leur taux de salaire marchand (avec une élasticité de 0,65 par exemple en France) et à la position relative du ménage dans l'échelle des revenus, à la taille de la famille et à l'âge du chef de famille, augmentant jusqu'à 45 ans puis diminuant après (ces corrélations sont communes à tous les pays étudiés, développés ou non). On obtient ainsi les estimations suivantes de cette valeur du temps (rapportées en dollars de 2015) pour cinq pays sur les données individuelles des enquêtes monétaires et temporelles appariées :

- 0,09 dollars au Burkina Faso (30% du taux de salaire moyen),
- 10,93 au Canada (69% du taux de salaire),
- 7,01 en France (52% du taux de salaire),
- 4,26 en Pologne (43% du taux de salaire),
- 12,75 aux Etats-Unis (74% du taux de salaire).

Ces évaluations sont discutées en section 3. La liberté qui peut être exercée par les agents économiques dans leurs allocations de ressources monétaires ou temporelles est donc très diverse selon les pays, et en particulier selon le degré de libéralisme de leur économie.

Le prix virtuel moyen du temps pour l'ensemble des ménages évolue par ailleurs selon la conjoncture économique : ainsi, est-il estimé pour les ménages américains (Alpman et Gardes, 2021) à 7,6 dollars (la moitié du taux de salaire) en moyenne avec une évolution liée de près au cycle économique — il croît durant la période de forte croissance (2004-2006) et atteint son minimum durant la Grande récession (en 2009). Malgré une légère croissance, ce prix virtuel du temps reste ensuite inférieur à son niveau d'avant crise durant la période de reprise

économique (2010-2012). Selon que les ménages s'avèrent capables d'anticiper correctement ou pas l'effet des changements macro-économiques futurs sur leurs conditions de vie, et selon leur capacité de substitution entre les deux facteurs de leurs productions domestiques, ils pourront ou pas augmenter leur satisfaction. L'estimation de la valeur économique du temps nécessite donc la connaissance, au niveau de chaque ménage, des dépenses monétaires et des temps consacrés à la même activité. Cette information statistique, rare dans les enquêtes auprès des ménages, peut être obtenue par des appariements d'enquêtes de budgets des familles et d'enquêtes de budgets-temps dont le détail peut être trouvé dans Gardes et Starzec (2018), Alpman et Gardes (2019) et Gardes (2019). Certains ménages profiteront donc mieux que d'autres des substitutions intertemporelles de leurs ressources et de leur temps disponible.

Les statistiques de temps individuels

Les enquêtes de Budgets-Temps menées dans la plupart des pays (tous les cinq ans environ en France, annuellement dans *l'American Time Use Survey* aux Etats-Unis) ont été utilisées principalement, depuis cinquante ans, par les démographes, les sociologues ou dans des études économiques descriptives, pour comparer les budgets-temps de familles particulières (par exemple celui des familles où les deux époux travaillent comparées à une mono-activité), ou pour évaluer l'effet sur les usages de temps de l'âge ou de la présence des enfants (on trouvera une synthèse de ces travaux dans le livre récent d'Hamermesh, 2019). Ce type d'étude s'ajoute à l'examen des choix monétaires des ménages, mais ne peut y être intégré qu'en considérant simultanément leurs choix monétaires et temporels, ce qui est essentiel dans la mesure où une substitution existe entre ces deux dimensions.

Références

Aguiar, M., Hurst, E. (2007), "Life-Cycle Prices and Production," *American Economic Review*, vol. 97, 1533-1559.

Alpman, A., Gardes, F. (2015), « Time Use During the Great Recession : Comment », *Cahiers du Centre d'Économie de la Sorbonne*, University Paris I Panthéon Sorbonne, nouvelle version 2020.

Alpman, A., Gardes, F. (2021), « La Théorie de la Production Domestique et la Résolution du Biais d'Endogénéité des Élasticités-Revenu Estimées sur Données Transversales », *Revue Economique*.

Alpman, A., Gardes, F. et Thiombiano, N. (2017), « Statistical Matching for Combining Time-Use Surveys with Consumer Expenditure Surveys: An Evaluation on Real Data », *Cahiers du Centre d'Économie de la Sorbonne*, Université Paris I Panthéon Sorbonne, 2017.24.

Becker, G. (1965) "A Theory of the Allocation of Time," *The Economic Journal* 75: 493□517.

Boelaert, J., Gardes, F. et Langlois, S. (2017), « Consommation Marchande et Contraintes non Monétaires au Canada (1969-2008)», *L'Actualité Economique-Canadian Review of Economic Analysis*.

Canelas, C., Gardes, F., Merrigan, P. and Salazar, S. (2018), "Are Time and Money Equally Substitutable for All Commodity Groups in the Household's Domestic Production?" *Review of Economics of the Household*, Mars, 217, 1.

Gardes, F. (2018) "On the Value of Time and Human Life," *Cahiers du Centre d'Economie de la Sorbonne*, University Paris I Panthéon Sorbonne, 2018.28. Nouvelle version 2022.

Gardes, F. (2019) "The Estimation of Price Elasticities and the Value of Time in a Domestic Production Framework: an Application Using French Micro-Data," *Annals of Economics and Statistics*, 135, September, 69-100.

Gardes, F. (2022a), « Évaluation des Mesures Expérimentales de Relèvement du Seuil de Revente à Perte et d'Encadrement des Promotions pour les denrées et Certains Produits Alimentaires (article 4 de l'ordonnance 2018-1128 du 12 décembre 2018) », Rapport au Parlement pour les Ministères de l'Économie et de l'Agriculture, Octobre, Direction de la Concurrence et des Prix.

Gardes, F. (2022b) « Sur la valeur du temps économique », *Regards Croisés sur l'Économie*.

Gardes, F. (2022c), "Infering Time Preference from the Value of Time: three models," *Working Paper*, University Paris I Panthéon Sorbonne.

Gardes, F., Alpman, A. (2020), « Il est temps d'analyser la loi d'Okun et le bien-être des ménages en termes de production domestique, *Revue Economique*, Mai.

Gardes, F. and Starzec, C. (2018), "A Restatement of Equivalence Scales Using Time and Monetary Expenditures Combined with Individual Prices," *Review of Income and Wealth*, vol. 64, 4.

Hamermesh, D. (2019), *Spending Time: The Most Valuable Resource*, Oxford University Press.

La nation, frontière du libéralisme

Libre-échangistes et protectionnistes français. 1786-1914

de Francis Démier
CNRS éditions, 2022 (461 pages)

Professeur émérite d'histoire contemporaine à l'université Paris-Nanterre et spécialiste de la France de la première moitié du XIXe siècle, Francis Démier vient de faire paraître un ouvrage relatif à la lutte entre les protectionnistes et les libre-échangistes sur la période du grand XIXe siècle, précisément du traité franco-anglais de 1786 à la veille de la Première Guerre mondiale.

Les seize chapitres strictement chronologiques du livre se lisent aisément et ce, en dépit d'un style sans relief. Nous pouvons résumer la thèse de l'auteur en le paraphrasant de la manière suivante : « L'enjeu réel des débats qui ont défini jusqu'à aujourd'hui les frontières douanières de la France est celui de la construction d'une nation. Le choix du protectionnisme au XIXe siècle n'a pas constitué un obstacle à la construction d'une société libérale car aucun pays, Angleterre exceptée, n'a été plus loin dans le démantèlement des cadres règlementaires de l'économie de l'Ancien Régime. Loin d'avoir constitué un obstacle à la métamorphose de la société française, la protection d'un marché national définie dans le droit fil des valeurs de 1789 en a été une des conditions essentielles parce qu'elle créait un « juste » espace dans lequel les producteurs

acceptaient de prendre les risques du marché. Le libre commerce n'était pas un idéal rejeté, mais il ne devait pas porter atteinte à une « identité de la France » qui s'était dessinée lors de la période révolutionnaire. La protection du marché hexagonal était aussi celle des équilibres de l'ensemble de la société. L'objectif était de lier le développement du pays à l'organisation d'un marché national cohérent et protégé, capable de conjuguer, sans contradiction, le culte de la liberté et celui de ses limites. Le protectionnisme devait guider la politique économique de la France du XIXe siècle, un protectionnisme qui n'avait rien à voir avec le nationalisme contemporain : la plus grande liberté dans l'espace national et la plus grande protection aux frontières ».

Le lecteur non averti trouvera dans cet ouvrage substantiel une synthèse commode et accessible de la question protectionniste de la fin du XVIIIe siècle au début du XXe. Le lecteur averti, lui, n'y trouvera sans doute pas grand-chose dans la mesure où l'auteur reprend des sources bien connues, si bien que son intérêt primordial tient aux thèses, fort contestables, développées par Francis Démier. Les indications bibliographiques, même en notes de bas de page, sont pour la plupart dénuées d'originalité[1].

Revenons sur l'un des leitmotive de l'ouvrage : la politique économique de la France présenterait la plus grande liberté économique dans l'espace national et la plus grande protection aux frontières. De là, le titre de l'ouvrage : la « nation », qui préoccupe tant l'auteur, serait la « frontière du libéralisme ». Or, ce constat est inexact. Il n'y a jamais eu de libéralisme à l'intérieur des frontières françaises pour la simple et bonne raison que l'unité de la nation, chère à Francis Démier, s'est construite de manière centralisée et dirigiste depuis l'Ancien Régime.

---

[1] Nous nous permettons de rappeler que notre ouvrage *Exception française. Histoire d'une société bloquée de l'Ancien Régime à Emmanuel Macron*, Odile Jacob, 2020, pp. 141 s., traitait sur plus de 50 pages du protectionnisme français de l'Ancien Régime à la période contemporaine. Il va de soi que notre livre n'est pas cité dans celui de Francis Démier…

L'appréciation que porte l'auteur sur les différents traités de commerce, parfois abusivement qualifiés de traités de libre-échange, apparaît elle-même discutable.

Un traité de 1786 néfaste ?

L'auteur livre une appréciation unilatéralement critique du traité franco-anglais de 1786. Il considère que les négociateurs français « ont partagé un optimisme tout à fait excessif sur les effets que pourrait avoir un traité de libre-échange » (p. 17). Pourtant, il rappelle à juste titre que « les effets directs du traité sur les échanges restent difficiles à mesurer et toujours débattus dans l'historiographie car il faut tenir compte du contexte de crise économique générale qui allait emporter la monarchie » (p. 26). Cela ne l'empêche pas de considérer que le traité fut une « application aventureuse d'une idée de libre-échange qui vouait alors la France à devenir un pays agricole et confiait, de fait, aux Anglais, la vocation de nation manufacturière » (p. 421).

Or, comme nous l'avons expliqué dans notre ouvrage *Exception française*, il est difficile de tirer les leçons d'une réforme économique isolée, particulièrement à court terme. La simple chronologie le démontre : comment juger des effets d'un traité de commerce signé en 1786, progressivement mis en application à partir de 1787, alors même que la France va connaître des bouleversements à partir de 1789 ? Dans le monde contemporain, il serait délicat d'en tirer des conclusions ; d'autant plus à une période lors de laquelle la vie des affaires est plus lente à tous égards. Nous avons donc saisi que l'idée exprimée par Francis Démier dès les premières pages de l'ouvrage est que le libre-échange non seulement ne pouvait être une option favorable aux intérêts français, mais encore ne pouvait être en pratique mis en place de manière réaliste. Le lecteur aura donc compris que le libre-échange généralisé n'a pas les faveurs de l'auteur. De là, par exemple, une appréciation des effets positifs de la protection du fer à la fin des années 1810 et dans la première moitié des années 1820 (p. 96).

Vive le tarif Méline !

L'ouvrage contient une appréciation nuancée du traité franco-anglais de 1860 et dont la synthèse apparaît intéressante (pp. 309 s.). Les propos se font en revanche plus polémiques lorsque le livre traite des débuts de la IIIe République. L'auteur prétend tout d'abord que l'agriculture — holisme habituel sous la plume de l'auteur — serait la « grande perdante » du tarif de 1881 (p. 342). Mais surtout, il loue le tarif Méline de 1892 (p. 372). D'autant plus qu'il témoigne d'une grande bienveillance à l'égard de Jules Méline auquel l'historiographie aurait été doublement « ingrate » : en ce qu'elle l'aurait rendu responsable de la survie inutile d'une France rurale dont l'inertie aurait freiné le rythme de modernisation du pays ; en ce qu'elle aurait mis sous le boisseau un projet autrement plus ample que le système douanier et consacré à la survie de la République (p. 373).

Ainsi l'auteur n'hésite-t-il pas à écrire : « Depuis 1892, le double tarif soutenu par la majorité méliniste avait permis à la France de reprendre place dans l'Europe de la seconde industrialisation en ménageant protection et ouverture commerciale » (p. 395). Francis Démier cite d'ailleurs Méline dans ses phrases les plus passéistes… sans réaction ! Ainsi quand l'homme politique prétend au début du XXe siècle que les industries automobiles et électriques ne vont pas continuer leur marche ascendante et que la période de la grande fabrication ne tardera pas à être close, la clientèle des automobiles étant servie pour quelques années (p. 378) ! Quelle prescience !

L'auteur a raison de considérer que le tarif Méline ne représente pas pour l'essentiel une rupture, mais une continuité avec un accroissement progressif du protectionnisme marqué à plusieurs reprises dans les années 1880 par une hausse des barèmes douaniers. Nous avions déjà constaté dans notre ouvrage *Exception française* que si la libéralisation avait été bien moindre qu'on ne le dit sous l' « Empire libéral », le protectionnisme avait été beaucoup plus modéré qu'on ne le pense dans les premières décennies de la IIIe République. Le point essentiel — également relevé par Francis Démier — était que la protection de

l'agriculture dépassait pour la première fois celle de l'industrie avec le tarif Méline.

En revanche, l'auteur ne se demande pas pour quelle raison, hormis la consolidation de la République, il y avait eu une prégnance de plus en plus forte du protectionnisme en France à la fin du XIXe siècle. Nous avions relevé dans notre ouvrage l'influence du suffrage universel qui avait mené à l'extension du « marché politique ». Comme le relevait Yves Guyot en 1905, « la protection remplace la concurrence économique par la concurrence politique ». Par ailleurs, le protectionnisme croissant s'explique par le fait que la libéralisation des échanges avait été conduite sous la férule de saint-simoniens et que la chute du Second Empire n'avait guère accru leur popularité. Si bien que l'établissement autoritaire de la libéralisation l'avait fragilisée et rendue plus facilement vulnérable aux coups de boutoir des protectionnistes, sans que l'opinion publique pèse dans le sens du libre-échange. Jules Méline, salué par Francis Démier, pouvait se vanter de « son » tarif de 1892 et des effets prétendument positifs qu'il avait pu avoir, au fil de ses discours et ouvrages d'un conservatisme et d'un passéisme éculés. Il n'en demeurait pas moins que, à la veille de la Première Guerre mondiale, notre pays se trouvait surclassé par l'Allemagne sur le plan industriel, par l'Angleterre sur le plan financier et par les Etats-Unis en termes de niveau de vie. La part de la France dans le commerce mondial se réduisait comme peau de chagrin : presque de moitié entre 1860 et la veille de la Première Guerre mondiale avec une chute du second rang en 1880 au quatrième aux prémices de la conflagration. Beaux résultats !

Libéraux ou libre-échangistes ?

Conceptuellement vide, l'ouvrage de Francis Démier ne se distingue pas par une connaissance fine du libéralisme. Adolphe Blanqui, le frère du révolutionnaire, l'économiste auquel l'auteur a pourtant consacré une thèse volumineuse, est considéré comme libéral. Pourtant, ce dernier rappelle la défiance de Blanqui envers la grande entreprise et son tropisme envers la petite, sans parler de ses appréciations peu

libérales du travail (pp. 208 s.). En réalité, il confond trop souvent libéralisme et libre-échangisme. Or, si tous les libéraux sont par définition libre-échangistes, l'inverse n'est pas vrai.

Francis Démier parle d'une « aile droite des libre-échangistes » à laquelle appartiendrait par exemple un Frédéric Bastiat, peu en odeur de sainteté au demeurant dans le livre, parmi les « défenseurs d'un libéralisme intransigeant » (p. 210). La connaissance devient même superficielle lorsque l'auteur ose écrire que « la critique de Bastiat à l'égard de la politique douanière était parfaitement indifférente à la question sociale » (p. 203). Bastiat serait encore vivant, on penserait à une diffamation pure et simple. Un Bastiat qui aurait « pris la tête d'un courant libéral conservateur » en 1847 (p. 218) …

L'auteur parle en sous-titre « des économistes libéraux, soutien d'un régime autoritaire » sous le Second Empire (p. 292). Mais de qui s'agit-il ? Là encore, il y a confusion avec les libre-échangistes. Le fait de citer entre autres Louis Wolowski démontre que l'ouvrage ne traite pas des penseurs libéraux (p. 293). De même, lors des débats sur le futur tarif de 1892, il est indiqué : « Jules Simon, fidèle aux positions libérales qu'il défendait déjà sous le Second Empire, rejoignait Léon Say sur des positions très conservatrices et antisocialistes » (p. 369). C'est qu'il y aurait eu une « dérive conservatrice du groupe libre échangiste » avec Léon Say (p. 368). Entre-temps, l'auteur aura éreinté les libre-échangistes sous la Seconde République à l' « itinéraire calamiteux » (p. 254).

Le traitement réservé à Guizot est assez révélateur. Bien entendu qualifié de libéral, « avocat d'une société issue du marché » selon une expression fort maladroite, l'homme politique, prétend l'auteur quelques lignes plus bas seulement, « appartenait à un courant d'idées pragmatique qui se distinguait des positions des économistes libéraux sans les condamner »… avant de constater que le « conservatisme » de Guizot « le conduisit politiquement à fixer des limites au jeu du marché » (p. 181) ! Pellegrino Rossi est, lui, qualifié de « libéral orthodoxe » (p. 268). Quant à Paul Cauwès, s'il n'est tout de même pas

affublé du terme de libéral, il resterait « partisan du libéralisme économique » (p. 381) ! La confusion est totale.

Contre le libre-échangisme et le prohibitionnisme, pour un protectionnisme modéré !

Adversaire du prohibitionnisme, traduisons : du protectionnisme poussé à son acmé, Francis Démier loue une sorte de protectionnisme plus ou moins modéré. En témoigne son appréciation de la politique napoléonienne : « si le blocus a eu incontestablement un " effet retardateur ", la politique protectionniste, considérée dans son ensemble, a bien été le socle d'un changement technique, très inégal certes, mais qui a permis l'ancrage des premières formes d'entreprises capitalistes » (p. 52). L'auteur ajoute : « le protectionnisme constitua alors la seule alternative à la désindustrialisation et au déclin. Aucune industrie continentale à l'exception de celle de la soie ne pouvait être en mesure de soutenir la concurrence de ses rivaux anglais » (p. 53). Ou encore sous la Restauration : « le choix d'un protectionnisme qui confinait de plus en plus au prohibitionnisme [ici le terme est entendu par exception de manière positive…] avait donné à la France l'immense avantage de préserver son indépendance économique, ses acquis manufacturiers, ses emplois et de poursuivre la conquête méthodique des techniques qui avait permis à l'Angleterre de creuser l'écart sur le reste de l'Europe » (p. 105).

En dépit des opinions contraires soutenues par nombre d'hommes politiques français contemporains, le protectionnisme n'est jamais intelligent, patriotique ou encore solidaire. Il est néfaste. Mais, au-delà de l'utilitarisme, il est avant tout violateur des droits de l'homme. Francis Démier n'en dit mot pour la simple et bonne raison qu'il adopte une approche économique sous un angle utilitariste, et non pas une approche juridique en termes de droits de l'homme. Sa méthode est macro-économique et holistique. Mais le fait que le protectionnisme s'analyse en une interdiction d'importation ou d'exportation des individus, de leurs biens, capitaux, marchandises et autres services ne vient pas à l'idée de Francis Démier, obnubilé par la construction d'une

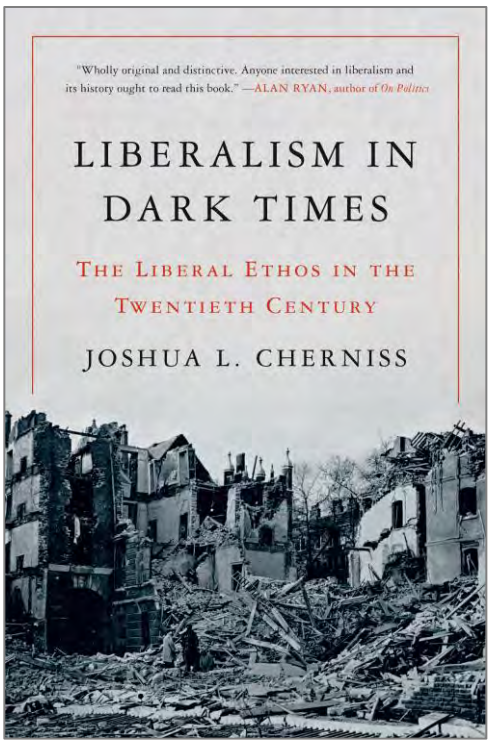
nation républicaine et unie, de Napoléon aux républicains opportunistes et à leurs successeurs. L'auteur voit avec faveur les frontières, les limites, les nations, mais il en vient à oublier la dimension humaine de l'histoire économique qu'il conte. Il oublie également les valeurs pacifiques qui accompagnent le libre-échange et, en contrepoint, les tensions qui constituent l'ombre portée du protectionnisme. Une lecture des œuvres de Bastiat lui eût été profitable.

Recensé par
Jean-Philippe Feldman

Liberalism in Dark Times

The Liberal Ethos in the 20th Century

de Joshua L. Cherniss
Princeton University Press, 2021 (328 pages)



Dans son livre, *Liberalism in Dark Times — The Liberal Ethos in the Twentieth Century*, Joshua L. Cherniss nous conte la manière dont de grands intellectuels ont réagi aux pensées et aux attitudes totalitaires. Il est particulièrement intéressant d'en faire écho du fait de la violence des débats, des insultes et des menaces qui caractérisent les débats publics dans les démocraties avancées. En France, la radicalisation des socialistes autour de la NUPES à l'Assemblée nationale, la violence verbale lors des débats télévisés autour de la réforme des retraites, l'ostracisme dont sont victimes les tenants d'une posture critique vis-à-vis des positions du GIEC, l'usage inconsidéré de mots disqualifiants comme fasciste ou nazi et l'usage assumé de la violence pour défendre l'écologie politique en sont quelques exemples bien connus. Face à cette violence des ennemis de la liberté et leurs outrances quelle doit être la posture des libéraux ? Telle est la question abordée dans ce livre.

Avant de présenter l'auteur et son livre et de faire quelques commentaires généraux sur la thèse qu'il soutient, il est important de préciser que le terme libéralisme revêt ici un sens particulier. Les libéraux — au sens de Cherniss — sont des intellectuels qui adoptent un

éthos libéral, une posture de tolérance, de bienveillance, tout en restant fermes sur leurs valeurs et certains de leurs convictions. Les intellectuels mobilisés pour incarner cette posture ne sont donc pas nécessairement des défenseurs du *free market* ou de la propriété privée, mais des esprits qui refusent toute pensée systématique et qui n'admettent pas d'être soumis à une forme ou une autre d'orthodoxie. L'éthos libérale est un caractère (Aron), un style de vie (Camus), un esprit (Niebuhr) ou un tempérament (Berlin) (p.198).

L'auteur

Joshua L. Cherniss est, depuis 2014, Professeur assistant à l'Université de Georgetown aux Etats-Unis où il enseigne la théorie politique. En 2013 il a publié un ouvrage sur la pensée du philosophe britannique de la liberté, Isaiah Berlin. Sa recherche porte sur la philosophie de l'histoire chez les penseurs libéraux et la pratique de la résistance politique dans les sociétés autoritaires. Son récent ouvrage, *Liberalism in Dark Times,* approfondit cette question. Comment combattre les mouvements anti-libéraux de droite comme de gauche qui peuvent utiliser la force sans sacrifier l'efficacité — réaliser un ordre libéral — ou trahir son idéal de tolérance et de liberté ? (p.5)

Le livre

La réponse de Joshua L. Cherniss est la suivante. Les libéraux doivent moralement rester libéraux face à l'illibéralisme. Ils ne peuvent se renier et clamer qu'il ne faut pas de liberté pour les ennemis de la liberté — libéralisme illibéral. Car s'ils utilisent la violence contre les ennemis de la liberté, on aura un libéralisme sans libéraux (p.215). Il y aurait ainsi quelque chose de paradoxal, voire d'autodestructeur, à chercher à défendre la liberté sur un mode illibéral. Défendre le libéralisme ce n'est pas seulement défendre des institutions, mais c'est traiter les hommes de manière libérale. C'est plus défendre un état d'esprit que l'État de droit. Comme l'illibéralisme est une attitude d'intolérance, de surdité au dialogue, de suffisance, de soif de simplicité

de certitude et d'absence de toute pitié pour l'adversaire (p.13), l'essence du libéralisme ne réside pas dans les opinions émises, mais dans la manière dont elles sont émises (p.35). Alors que l'idéal illibéral est un idéal de discipline et de dévouement qui pense la tolérance, la douceur et la gentillesse comme des faiblesses (p.35), l'idéal libéral est la figure du gentil. Alors que l'idéal illibéral admire les hommes forts, les brutes et s'illusionne sur leur infaillibilité, l'idéal libéral insiste sur la tempérance. Il n'est ni anticonservateur ni antiprogressiste, il ne se bat pas seulement pour des idées, mais pour un mode de vie, une manière d'être à l'autre, une façon de vivre et d'aimer.

Pour délivrer cette leçon, qu'il ne souhaite pas défendre comme un dogme mais comme un esprit, Joshua Cherniss divise son livre en trois parties. Les chapitres 1 et 2 motivent l'argument en faveur d'un éthos libéral. La partie 2 comprend les chapitres trois à six. Ce sont des mini biographies d'intellectuels et l'histoire de leurs luttes contre les illibéraux : le romancier et intellectuel français Albert Camus (Chapitre 3), le sociologue et philosophe Raymond Aron (Chapitre 4), le théologien américain Reinhold Niebuhr[1] (Chapitre 5), et le philosophe de la liberté négative Isaiah Berlin[2] (Chapitre 6). Le titre de son ouvrage s'inspire vraisemblablement d'un des ouvrages de Reinhold Niebuhr[3], *The Children of Light and the Chidren of Darkness*. Le théologien y défendait une doctrine du réalisme défensif. Les États sont guidés par la volonté de survivre. Ils peuvent dans certaines circonstances transformer cette

[1] Il a étudié les relations entre la foi chrétienne et la réalité politique. Il a soutenu le mouvement pour les droits civiques de Martin Luther King et l'ensemble des mouvements qui luttaient contre les groupuscules comme Ku Klux Klan aux Etats-Unis.

[2] J.L. Cherniss (2019) "Isaiah Berlin and Reinhold Niebuhr: Cold War Liberalism as an Intellectual Ethos" in Jan-Werner Müller (ed.), *Isaiah Berlin's Cold War Liberalism*, Springer Singapore, 11-36.

[3] On peut consulter l'article de Serge Champeau pour une introduction à la pensée de Karl Paul Reinhold Niebuhr (1892-1971). Serge Champeau (2014) « De la morale à la politique : le réalisme chrétien de Reinhold Niebuhr », *Revue d'histoire et de philosophie religieuses*, 94 (1) 63-82.

volonté de survivre en une volonté de pouvoir. Les forces du mal, les enfants de l'obscurité — *children of darkness* — sont à l'époque l'URSS. La démocratie américaine et plus généralement le monde libre devaient face à cette menace se préparer à la guerre et s'opposer radicalement à ces forces du mal.

La partie la plus originale et la plus instructive est probablement la conclusion. Elle s'intitule, *Good Character for Good Liberals ?* — de bonnes personnes pour un bon libéralisme ? Il s'agit de proposer une reconstruction du libéralisme non sur une éthique ou un savoir mais sur un éthos — *ethos and the reconstruction of liberalism*.

Toutes les biographies présentées dans les chapitres précédents donnent un chemin, une manière d'être face à la violence. La posture de ces intellectuels doit pouvoir aider les libéraux à réagir à l'intolérance et aux totalitarismes autant par leurs œuvres que par leurs gestes, leurs attitudes face aux socialistes, aux fascistes, aux communistes, aux nationaux socialistes et, aujourd'hui, face aux écologistes radicaux et aux *wokistes*. L'apport de ces penseurs n'est pas d'avoir théoriser le libéralisme, mais de l'avoir fait vivre. Ils sont comme des icônes. Ce qu'il faut voire c'est leur manière originale d'être au monde. La réponse à l'illibéralisme des temps de crise devrait être l'exemplarité des libéraux. Dans la lutte impitoyable que les idéologies anti-libérales mènent à travers les médias, les partis politiques et les facultés, les libéraux doivent défendre autant une attitude qu'un programme, voire plus une posture qu'une doctrine.

Cette posture morale ne s'exprime pas de façon doctrinale mais en pratique. Elle n'affirme pas nécessairement, contrairement aux économistes et philosophes libéraux, la supériorité des institutions de la liberté, mais son esprit (p.202). i) La tolérance est sa première vertu (p.203). Son optimisme et sa croyance sentimentale dans le progrès définissent sa posture (p.204). Cela explique pourquoi l'éthos libéral ne se veut pas opérationnel (p.206). ii) L'éthos libéral se diffuse, de plus, dans le corps social principalement par une pédagogie de l'exemple — exemplification — plutôt que de l'endoctrinement. Cette pédagogie de l'exemple donne à chacun le pouvoir d'identifier ce qui marche et ce qui

ne marche pas, ce qui est admirable et ce qui ne l'est pas (p.210). Comme il s'agit d'exemples, ils excluent la perfection et ouvrent par nature à la discussion, à la pluralité des regards. iii) Berlin, Camus, Aron, et Niebuhr ont le goût de la tolérance et argumentent par l'exemple. Ils privilégient la prudence, la modestie et le scepticisme (p.214). Ils ne dévalorisent pas la politique, mais estime que la politique n'est pas le plus important dans la vie d'un homme (p.217). Ils prennent de la distance grâce à leur éthos vis-à-vis de la nature impitoyable des débats politiques (p.218). Le XX° siècle a été le siècle de la violence et de la radicalité. Le XXI° siècle débute avec les mêmes excès. Il est « à la mode de se réjouir du naufrage du libéralisme » (p.219). On a à nouveau la sensation d'étouffer parmi ceux qui croient avoir absolument raison et qui jouent de l'indignation et de la colère pour imposer leur idéologie d'oppression au nom d'une cause plus haute et qui justifie toutes les formes de coercition (p.219).

Actualité du livre

Ces dernières lignes évidemment donnent une indication sur les raisons du livre : comprendre et réfléchir sur l'attitude à adopter face à l'extrême polarisation de l'opinion publique américaine, sur les questions raciales et environnementales, sur les problématiques du genre et plus généralement celles des inégalités. Il s'agit bien de réagir aux dérives complotistes, à l'irrationalisme, à toutes les formes de populisme, à la prégnance de l'insinuation sur la démonstration, et à l'intolérance de plus en plus grande à l'altérité sous couvert de défense des minorités. Le message est clair : pas de violence contre la violence, pas d'intolérance contre l'intolérance, pas de sectarisme face au sectarisme, pas d'esprit de système face à l'infaillibilité des illibéraux.

Tout cela s'entend, mais la défense d'un simple éthos libéral ne suffit pas, car il ne dit rien sur ce qui va être dit. Il ne donne aucun contenu au discours. Il ne dessine pas les raisons morales, cognitives et scientifiques qui donnent aux libéraux la force de combattre sans violence l'illibéralisme. La posture est importante et le discours du

Professeur Friedrich Hayek[4], grand absent de ce livre!, lors de sa remise du prix en l'honneur de Nobel en est un bon exemple. Mais il faut plus.

La posture elle-même suppose d'ailleurs vraisemblablement une bonne connaissance de ce qui est (science) et de ce qui doit être (moralement juste). Ce sont ces évidences morales et scientifiques qui donnent aux libéraux leur capacité à faire face aux insultes, aux violences verbales et aux stratégies d'ostracisme dont ils sont souvent les victimes. L'éthos libérale est probablement la conséquence de leur savoir et de l'éthique de la liberté qu'ils défendent. Le Professeur Hayek incarne probablement parfaitement cette trilogie libérale : un éthos, une éthique, une science. Il ne dit pas « j'ai raison », mais prône l'humilité. Il focalise l'attention sur les limites des sciences et l'inefficience du gouvernement par les chiffres, par l'expertise. L'expert ne peut pas faire mieux qu'un ordre social gouverné par de bonnes règles. Ce message fort, Hayek l'a construit contre des hommes de chairs et d'os, les intellectuels du Cercle de Vienne. Des hommes qui voulaient imposer une définition de la science et une manière de gouverner. Il a élaboré toute sa théorie des échecs du socialisme et de l'interventionnisme sur cette posture d'humilité, sans négliger le travail scientifique, le discours sur ce qui est. Il n'incarne pas seulement comme les intellectuels traités dans ce livre l'éthos libéral. Comme scientifique, il dit ce qui est — les limites de la science —, comme philosophe il dit pourquoi il faut défendre l'éthique de la liberté et cela sans utiliser la violence ou l'intimidation.

Le livre de Joshua L. Cherniss traite donc d'une dimension du libéralisme souvent négligée, l'éthos libéral. Ce qui lui fait prendre le risque de négliger ce qui fait le cœur du libéralisme, la science de la liberté — étude de ses conséquences sociales et de ses causes — et sa moralité.

Recensé par François Facchini

[4] Friedrich von Hayek. Prize Lecture. Lecture to the memory of Alfred Nobel, December 11, 1974. Lien : http://bit.ly/40xxfh7 (consulté le 03/03/2023).

SOUTENEZ LE

JOURNAL DES LIBERTES

ABONNEZ-VOUS

ABONNEZ VOTRE ENTREPRISE

ABONNEZ VOTRE UNIVERSITE

ABONNEZ VOS AMIS

Achat d'un numéro* : Volume .... N°..... :
(*) Précisez le volume et le numéro que vous désirez acheter

Tarif normal (frais de port inclus) : ..... 20 €
Tarif de soutien (frais de port inclus) : ..... 30 €

Commande d'abonnement pour 4 numéros, à compter du numéro ..... inclus

Tarif normal (frais de port inclus): ..... 60 €
Tarif de soutien (frais de port inclus): ..... 120 €

Nom, prénom .....
Société, institution .....
Adresse.....
.....
Code postal .....
Ville .....
Pays .....
E-mail .....

Commande et règlement par chèque :
Envoyer votre bulletin d'abonnement
ainsi que votre chèque libellé à l'ordre de « IREF/Journal des Libertés » à :

IREF/ALEPS, 35 Avenue Mac Mahon, 75017 Paris, France

Vous pouvez également vous abonner et apporter votre soutien financier
en vous connectant à notre site en ligne :

https://www.journaldeslibertes.fr

Contact email :
contact@journaldeslibertes.fr

Contact postal :
IREF/ALEPS, Journal des Libertés, 35 Avenue Mac Mahon, 75017 Paris, France

JOURNAL DES LIBERTES

Ordre de commande publicitaire

La société :

- Dénomination sociale : _____
- Adresse : _____
- Numéro RCS : _____
- Représentée par : _____
- Email : _____
- Téléphone : _____

donne son accord pour publier un encart publicitaire au format 24.2 cm (hauteur) x 17 cm (largeur)

- ✓ sur une page du prochain numéro[1] : 500 € ☐
- ✓ sur une page de chacun des quatre prochains numéros[1] 1 500 € ☐

Je fournirai le bon à tirer de cet encart au plus tard dans les quinze jours suivants.

Je procède à mon règlement par :

- transfert sur votre compte dont RIB ci-dessous ☐
- transfert Paypal ☐
- chèque ci-joint ☐

Relevé d'Identité Bancaire

IREF – INSTITUT DE RECHERCHES ECONOMIQUES ET FISCALES
199 CHEMIN DU PANORAMA
JOURNAL DES LIBERTES
69300 CALUIRE

Domiciliation
ROTSCHILD MARTIN MAUREL

Identification nationale (RIB)

Code banque	Code guichet	N° de compte	Clé RIB
13369	00007	70870804023	70

Identification internationale (IBAN)

IBAN FR76 1336 9000 0770 8708 0402 370

Identification bancaire (BIC)

BMMMFR2A

Contact email : contact@journaldeslibertes.fr

Contact postal : IREF/ALEPS, Journal des Libertés, 35 Avenue Mac Mahon, 75017 Paris, France

1. Après envoi du bon à tirer de cet encart