

# Bruno Colmant

## De nouvelles géométries économiques

Chroniques 2013



**DE NOUVELLES GÉOMÉTRIES  
ÉCONOMIQUES**

CHRONIQUES 2013



JURISQUARE

Legal  
Publications  
Network

La version en ligne de cet ouvrage est disponible  
sur la bibliothèque digitale Jurisquare à l'adresse  
[www.jurisquare.be](http://www.jurisquare.be).

© 2013, Anthemis

Place Albert I, 9, B-1300 Limal

Tél. 32 (0)10 42 02 90 - [info@anthemis.be](mailto:info@anthemis.be) - [www.anthemis.be](http://www.anthemis.be)

Toutes reproductions ou adaptations totales ou partielles de ce livre,  
par quelque procédé que ce soit et notamment par photocopie,  
réservées pour tous pays.

ISBN : 978-2-87455-653-1

Dépôt légal : D/2012/10.622/65

Mise en page : Michel Raj

Couverture : Vincent Steinert

Impression : Ciaco

Imprimé en Belgique

**DE NOUVELLES GÉOMÉTRIES  
ÉCONOMIQUES**  
CHRONIQUES 2013

Bruno Colmant  
Membre de l'Académie Royale de Belgique

## Principaux ouvrages (individuels et collectifs) de l'auteur

- Les nouveaux instruments financiers*, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1994.
- Gestion du risque de taux d'intérêt*, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1995.
- Le droit comptable dans la société*, Bruxelles, Ced. Samsom, 1996.
- Les nouveaux instruments financiers*, Bruxelles, Kluwer Éditions Juridiques, 1998.
- Le droit comptable belge applicable aux instruments financiers*, Bruxelles, Larcier, 2001.
- Les stock-options, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2002.
- Les instruments financiers optionnels, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2002.
- Les obligations, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2002.
- Efficience des marchés, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2003.
- La décote des holdings belges, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2003.
- Les normes IAS/IFRS 32 et 39, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2003.
- Les stock-options – Édition 2004, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2004.
- Les obligations – Édition 2004, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2004.
- Les obligations convertibles, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2005.
- Les Accords de Bâle II pour le secteur bancaire, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2005.
- Les normes IAS/IFRS 32 et 39 – 2005, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2005.
- Les stock-options – Édition 2006, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2006.
- Les intérêts notionnels, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2006.
- L'image fidèle en droit comptable belge, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2007.
- Les normes IAS/IFRS 32 et 39 et IFRS 7, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2007.
- La suppression des titres au porteur*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2007.
- Les déductions fiscales à l'impôt des sociétés, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2008.
- Économie européenne : l'influence des religions*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2008.
- Les normes IFRS, Collection Synthex*, Paris, Pearson, 2008.
- 2008 : L'année du krach*, Bruxelles, Larcier, 2008.
- L'efficience des marchés, Cahiers financiers*, Bruxelles, Larcier, 2009.
- La bourse et la vie, dialogue avec l'abbé Éric de Beukelaer*, Louvain-la-Neuve, Anthemis, 2009.
- La crise économique et financière de 2008-2009*, Bruxelles, P.I.E. Peter Lang, 2010.
- Les éclipses de l'économie belge*, Anthemis, 2010.
- Le capitalisme d'après, dialogue avec Axel Miller*, Larcier, 2010.
- 2010, l'année fracturée*, Anthemis, 2010.
- L'impôt en Belgique après la crise, dialogues avec Étienne de Callatay*, Larcier, 2010.
- 2011-2013 : Les prochaines conflagrations économiques*, Larcier, 2010.
- Des temps provisoires, une année imprécise*, Anthemis, 2011.
- Les dialogues de la fiscalité – 2011*, Larcier, 2011.
- Les sentinelles de l'économie*, Anthemis, 2012.
- Cinquante ans de fiscalité, Actes d'un colloque de l'E.S.S.F.*, 2012.
- La déflagration monétaire*, Anthemis, 2012.
- La mélancolie d'une charmille*, Anthemis, 2012.
- Voyage au bout d'une nuit monétaire*, Académie royale de Belgique, 2012.
- 2013 : La veillée d'armes économique*, Anthemis, 2013.
- Les agences de rating, Actes d'un colloque de l'U.L.B.*, Larcier, 2013.

*Mais, cette fois, derrière cette fumée rousse de l'horizon,  
dans les lointains troubles de la ville,  
il y avait comme un grand craquement sourd,  
la fin prochaine d'un monde*

Émile ZOLA (1840-1902)

*in L'argent (1891)*

*Rien n'existe, rien ne dure*

François MAURIAC (1885-1970)

*in Destins (1928)*



# Aperçu

<b>La lave de l'économie</b> .....	11
<b>La crise de nos futurs</b> .....	13
<b>Prospectives sociétales</b> .....	15
<b>Perspectives historiques</b> .....	39
<b>Le chemin de pénitence de l'euro</b> .....	59
<b>Endettement public</b> .....	87
<b>Économie monétaire</b> .....	107
<b>Gestion fiscale et comptable</b> .....	127
<b>Conclusions provisoires</b> .....	147





## La lave de l'économie

L'économie ressemble à ces terres calmes sur lesquelles les saisons posent leur rythme.

Rien ne souille les immuables cycles de la nature.

Le temps se dérobe par fines couches, qu'aucun sentiment d'attente ne saurait abîmer.

Et pourtant, depuis le fond des âges et aux entrailles de la Terre, des forces titanesques se déchaînent furieusement. Les hommes et les éléments se battent dans une lutte fanatique et hargneuse.

Alors, parfois, telle une lame qui libère ces énergies sulfureuses, la terre éclate de ses orages. Elle rejette des déferlantes de combats.

De gigantesques torrents de lave se déversent, emplis de la colère de l'histoire de l'humanité, trop longtemps contenue.

L'homme se bat contre lui-même.

Celui qui a travaillé essaie d'échapper à son successeur. Il a inventé la monnaie pour accumuler son travail, mais des forces renouvelées refusent cette oppression.

Toute la rage des humains et de la monnaie enchaînés hurle dans des bouillonnements qui détruisent tout avant de modeler de nouveaux mondes arides.

Tous les penseurs de l'économie sont là, tels de lugubres fantômes. Pris de panique, ils savent que le monde peut, à tout moment, basculer.

Des vents accablants balaient les plaines.

C'est le déclenchement des révolutions et des dévaluations.

Les crises sont de brûlants naufrages.

De cette lave bouillante, l'économiste retire des morceaux déjà durcis.



## La crise de nos futurs

Souvent, un regard sur la situation économique m'entraîne dans un vertige d'indécision.

Certes, je suis la victime probable de mes propres intuitions. Je penche vers la perplexité.

Pourtant, tous – je crois –, nous ressentons l'impression que quelque chose d'oppressant se rapproche inéluctablement.

C'est un sentiment d'inquiétude, mêlé d'une sourde prescience qu'un évènement important, mais encore imprécis, doit s'abattre.

Quel est cet évènement? Je n'en suis pas certain, mais je crois qu'il s'agira, au mieux, d'un ajustement monétaire, car celui-ci relève de ceux qui encerclent les hommes sans aucune possibilité de refuge définitif.

Je crains que ce soit le signe monétaire, dont l'existence trouve uniquement sa réalité dans l'adhésion collective, qui est transpercé.

L'erreur de nombreux économistes provient du fait que nous distinguons la monnaie de l'endettement public, alors que les deux concepts constituent le même artéfact.

La monnaie et la dette sont consubstantielles. La dette publique vaut monnaie et doit être remboursée par cette même monnaie.

Le remboursement de la dette passera donc immanquablement par la dilution de la monnaie, malgré les taux d'intérêt et d'inflation temporairement et anormalement bas.

Il ne faut pas s'y tromper : cette crise est celle du futur, dont nous avons emprunté le bien-être à nos futures générations, c'est-à-dire à nous-mêmes.

Le sentiment d'entrave provient de la conscience que la prévisibilité du futur, que nous croyions linéaire, s'enfuit et nous échappe.

Dans l'histoire des anciens, je ressens ce qui a dû résigner ceux qui, avant les périls imminents, attendaient l'inéluctable. Ils espéraient que la Providence contrarie l'issue fatale vers laquelle le monde courait, les yeux grands ouverts.

---

Avant ces années funestes, les hommes crurent trouver l'apaisement dans le déni de la réalité, comme si la pensée individuelle pouvait conjurer les sortilèges collectifs.

La crise relève de la trame des inflexions tragiques.

Je crois que nous en sortirons dans un état d'hébétude.

Mais nous oublions tout.

Nous oublierons tout.

Rien n'existe, rien ne dure.

Il reste à espérer que ce ne sera pas une triste défaite de la raison.

# Prospectives sociétales

## Il ne se passe rien...

---

Immanquablement, presque inéluctablement, il arrive un moment où toute personne qui se qualifie d'économiste s'interroge sur la nature de sa prétendue expertise.

Car, après tout, qu'est-ce que l'économie, sinon une obscure chimie de sciences humaines relevant de la sociologie, de l'anthropologie et probablement de la psychiatrie ? Est-ce un peu de mathématiques appliquées à des lois qu'on suppose naturelles et que l'on saupoudre de droits et de normes ? Un peu de tout entouré de pas grand-chose, comme l'énonçait Victor Hugo ?

Et puis, quelle étrange science : c'est la seule qui s'énonce à coup de tribunes et d'opinions dans les journaux !

Quel remue-ménage !

L'économie est un immense continuum d'échanges dans un espace-temps aux contours imprécis.

Rien n'y est abouti.

Seuls survivent quelques archétypes aux fondations lointaines, entourés d'artéfacts pris erronément pour des postulats.

Les théories économiques sont d'ailleurs les sédiments d'une immense fosse commune dont certains tentent d'extraire de vagues courants de pensées ou des idéologies.

Alors, de manière fugace, avant de reprendre son étude, le présumé économiste se rappelle les désespérées paroles de Nietzsche :

« Rien ne vaut rien,

Il ne se passe rien,

Mais pourtant tout arrive

Et cela est indifférent. »

*L'Écho, blog, janvier 2013*

---

## La roue tourne

---

Chaque jour, les dettes publiques et la monnaie avancent d'un pas, conduisant l'économie vers des horizons inconnus. Tout, dans cette économie, est une tension subtile entre la recherche de la prospérité individuelle et les nécessités d'une communauté fondée sur l'apaisement social.

Mais rien n'y est abouti.

Chaque génération connaît ses illusions et ses appauvrissements. Les euphories constituent autant d'effets d'aubaine, rapidement évaporés, et les catastrophes seront ensevelies sous le sépulcre des ruines oubliées.

C'est ainsi que l'histoire de la finance est émaillée de bulles spéculatives, de krachs et de spoliations publiques qui sont rythmés par les générations et la reformulation des modèles de sociétés.

C'est aussi pour cela qu'il n'y a pas de monument aux morts des ruines financières. Ces dernières s'oublient, se surmontent, se diluent et tombent dans le silence des générations.

La question est de savoir quelle bulle ou quel krach nous laissons à nos postérités. Dans cinq ans, il sera facile de déceler ce que nous ne voyons pas de nos jours.

À mon intuition, le spectre des scénarios futurs est très large. La tension sera forte entre une économie de marché fluide et déloyale, et des besoins de collectivisation. Ces besoins découleront du face-à-face mortifère avec la fin de l'État-providence.

*L'Écho, blog, avril 2013*

---

## La déferlante de l'économie

---

La crise ressemble au reflux de la marée.

Nous croyons voir l'économie enfler alors que la marée descendante se retire imperceptiblement.

Chaque vague semble s'avancer en s'abattant, mais elle se retire plus loin, en arrachant le sable et les pierres.

Comme une berge attaquée par mille marées, l'économie est usée et délavée.

Le minéral est érodé.

La crise corrode et griffe.

Elle révèle nos grandeurs disparues.

Elle ne découvre que des débris inertes et des corps morts.

Nous attendions la croissance de l'Ouest, mais l'Est nous la retire.

Le scintillement des cailloux arrachés n'était qu'illusion.

Les confettis de lumière dévoilés par l'écume sont des verroteries polies par le temps.

Mais, au loin, dans de dangereuses latitudes, des forces immenses se coalisent dans des forges rugissantes.

Des courants furieux se disloquent dans la vague des mondes engloutis.

C'est l'inouïe violence de la confrontation avec des économies lointaines, qu'on croyait colonisées et domestiquées, mais dont l'ombre s'allonge désormais sur nos ordres passés.

Ces fracas et ces tumultes représentent la déferlante de milliards d'humains dans l'économie de marché. Le capital et le travail se combattent et se transforment en de puissants rouleaux qui se forment.

Une gigantesque vague, d'une profonde et sourde amplitude, se forme dans une mer sombre et sale.

C'est le grondement social et monétaire d'un monde qui balaira le précédent.

*L'Écho, blog, avril 2013*

---

## L'adieu au vingtième siècle

---

Un septième des Belges vivent en dessous du seuil de pauvreté, les chiffres du chômage sont multipliés par autant de drames familiaux. Non seulement la rente de richesse du pays a été consommée, mais elle a aussi été empruntée.



Construite sur l'espoir du *baby-boom*, l'économie déchanté sous le poids de ses charges de pension. La prospérité des générations suivantes en est incertaine.

Plus, même : le pays est triste, comme si la légèreté aérienne et insouciante dans laquelle il flottait s'affaissait. Il reste pétrifié devant le champ de ruines économiques qui l'entoure : c'est le cycle du vingtième siècle qui est révolu.

Profitant de l'aubaine de quelques années de mondialisation heureuse, le Royaume croyait échapper à la confrontation avec l'économie de marché, mais c'est raté. Ou plutôt, c'est trop tard.

La Belgique espérait aborder la mondialisation en oblique : elle aura percuté l'économie de marché de manière frontale. Et puis, aussi, le pays est sans doute fatigué. Découragé par son immobilisme d'après-guerre, désespéré par son éloignement des Trente Glorieuses et amer en raison de ses déchirements internes.

Pour peu, d'aucuns diraient que le Royaume commence à se détester, un peu comme ces violences dont on afflige autrui lorsque ses propres côtés sombres sont révélés.

Pourtant, il faudrait peu de choses pour replacer le pays dans une posture économique offensive, car ses atouts sont innombrables.

Mais, pour cela, il faut admettre qu'une partie de nos référentiels sont usés et régressifs, que notre pays est devenu une zone de transit qui doit réinventer sa prospérité et donc ses redistributions sociales.

Car l'erreur serait aussi de croire que c'est la crise, seule, qui entraîne l'appauvrissement. Notre économie était déjà anémiée, et ceci, dans une indifférence trop générale. Le krach s'est greffé sur des déséquilibres macro-économiques.

L'équation est complexe et cela demandera d'évidents arbitrages. Mais nous n'avons d'autre choix que d'accepter la cartographie dans laquelle nous sommes placés, c'est-à-dire l'économie de marché.

Il faudra donc définir clairement le projet social et économique du pays, faute de quoi ce sera bientôt sa saison froide.

Comme un bas ciel d'hiver, elle sera lugubre.

Avec, dans l'angle mort de la crise, l'hostilité populiste et les tentatives liberticides.

Cette crise est un avertissement sévère au monde de l'entreprise, à la société civile et à nos gouvernants. C'est d'ailleurs peut-être plus qu'un avertissement : un passage vers une prise de conscience de mondes nouveaux.

Dans son *Voyage au bout de la nuit*, Louis-Ferdinand Céline (1894-1961) aurait pu transposer aux ruptures économiques le pressentiment que « C'est peut-être cela qu'on cherche à travers la vie, rien que cela, le plus grand chagrin possible pour devenir soi-même avant de mourir ».

*L'Écho*, blog, mars 2013

---

## Un marché dans le marché

---

Depuis l'immersion de l'économie marchande dans un monde globalisé, les entreprises sont naturellement plus mobiles que les géographies statiques des États.

Ces derniers ont offert le libre-échange, mais ils en ont perdu le contrôle puisque certaines entreprises ont des champs d'activités qui leur permettent d'échapper à une tutelle étatique particulière.

Un autre phénomène est en train de s'esquisser : les entreprises mondiales créent une concurrence interne au sein de leurs propres filiales. En d'autres termes, elles créent leur marché intérieur. C'est ainsi qu'elles arbitrent la rentabilité d'une implantation particulière contre d'autres localisations, comme on l'a observé dans le dossier Ford, par exemple.

Tout est donc inversé : le marché global a créé un second marché, qui se situe au sein des entreprises elles-mêmes, comme des exosphères qui se recouvrent les unes les autres. Le marché est donc dans le marché.

Les États deviennent eux-mêmes des acteurs du marché en concurrence dans leur capacité à attirer des entreprises... qui contribuent à mettre ces mêmes États en concurrence.

C'est la réalité de l'économie marchande, à savoir une instabilité permanente, sans point d'ancrage.

Cette économie est versatile. Elle ressemble à un écho infini.

*L'Écho, blog, mars 2013*

## **L'économie de marché n'a pas d'ancrage**

---

Une des difficultés à appréhender l'économie marchande consiste à accepter la mobilité de tous ses acteurs et son absence de référentiel.

En effet, cette économie ressemble à un immense mobile dont les pièces, en apesanteur, seraient en interaction les unes avec les autres, sans ancrage.

Il y a, bien sûr, l'homme et sa fugace réalité. Mais le reste n'est qu'artéfact. La monnaie n'a jamais été qu'une convention dont la réalité éphémère reflète un postulat de confiance et d'interaction. Il en va de même pour tous les actifs dont la détention est subordonnée au maintien du droit de propriété privée et au négoce.

Dans l'économie marchande, il n'y a pas d'aboutissement : tout n'est que flux et conventions qu'on espère tangibles. C'est pour cela que l'économie marchande n'est qu'un archétype et que l'ordre financier est toujours subordonné à l'ordre social, auquel il est, par ailleurs, intimement lié.

L'économiste qui a, à mon intuition, compris et enseigné cette réalité est Léon Walras (1834-1910). Walras postulait qu'une économie s'oriente vers l'équilibre dans le cadre d'une concurrence parfaite. Cela conduit à la théorie du « tâtonnement walrassien », qu'on peut résumer, à l'instar d'un marché boursier, comme un lieu d'échanges où les prix se forment par essais et erreurs ou plutôt par itérations successives. Tout se passe comme si le marché était une immense salle de vente, animée par un commissaire-priseur qui affiche le prix des biens et des services. L'équilibre est donc atteint lorsque les facteurs de production sont vendus à la criée, sur la base de leur valeur marginale.

Il y a bien sûr des faiblesses dans le raisonnement de Walras, car des distorsions empêchent la concurrence parfaite de se réaliser. Cette dernière suppose un grand nombre de producteurs et d'acheteurs sur le marché, libres d'entrer et de sortir sans entraves de la sphère marchande, une mobilité totale des moyens de production et, surtout, une information irréprochable de l'ensemble des agents économiques. On sait combien cette dernière condition est irréaliste.

Il en va de même pour le facteur social et humain, qui semble écarté par Walras alors qu'il joue un rôle central dans nos communautés. Il serait inhumain d'exiger la mobilité parfaite des travailleurs ! Par contre, il faut que les pouvoirs publics investissent lourdement dans l'éducation et la formation, afin que les travailleurs développent des compétences multiples et adaptables.

Et puis, la concurrence parfaite suppose un état de veille des autorités. Il est nécessaire que celles-ci restent fortes, car elles doivent prévenir les monopoles et encadrer la régulation. D'ailleurs, les déficiences du marché justifient l'intervention de l'État, afin d'atteindre un optimum social. Avec cette inconnue persistante : les forces du marché, même soigneusement encadrées, sont-elles une réponse satisfaisante à ses propres défaillances ? Probablement pas.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## Une économie mixte

---

Jour après jour, nos économies glissent vers un autre modèle, celui de l'économie mixte.

Qu'est-ce qu'une économie mixte ?

C'est un mélange de libre-échange et de tutelle publique ou plutôt un système au sein duquel les principes d'une économie marchande et d'un secteur public fort coexistent.

Tout aurait laissé penser le contraire, il y a treize ans, lorsque nous fîmes le choix de l'euro, qui était une résolution d'économie de marché.

Mais l'euro a servi de catalyseur à des taux d'intérêt bas, qui ont permis aux États de renforcer leur présence dans l'économie à un coût qui se réduisait, puisque l'emprunt public était moins onéreux.

De plus, la crise bancaire a légitimement entraîné une poussée d'étatisation.

Ceci conduit à ce que la création monétaire, essentiellement alimentée au travers des flux bancaires, est recapturée par les États et la Banque centrale européenne, qui est désormais le superviseur des banques.

Qui aurait pu penser que la Banque centrale, gardienne du temple de la monnaie, puisse un jour contrôler les banques, qui financent elles-mêmes les États excessivement endettés ?

De nos jours, le modèle ressemble plutôt à celui des années septante, avec une dette publique gigantesque en plus d'un étalon monétaire qui a rigidifié l'ajustement des économies par les devises.

Selon quelle dialectique les marchés et les États vont-ils dialoguer ?

Où sera le point de tangence entre l'économie de marché et l'économie planifiée ?

Je n'ai pas de réponses à ces questions, mais le glissement vers une nationalisation progressive de nos économies me semble inéluctable, à tout le moins pendant une dizaine d'années.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## Le vent piquant de la crise

---

Un vent piquant se lève sur nos économies.

La crise économique que nous traversons signe la fin du vingtième siècle.

Derrière nous, il y a un choc bancaire.

Devant nous, une économie atone qui vieillit mal.

Pour peu, on dirait qu'une fine couche d'amertume s'est déposée sur l'Europe, revêtant de gris la couleur des rêves monétaires.

Cette époque me rappelle les années septante, au cours desquelles certains prônèrent l'austérité et les monnaies fortes, avant que le revers de la conjoncture ne les balaie.

Il est difficile d'esquisser l'avenir, mais il est plausible que les tensions idéologiques s'aggravent, opposant le travail, dont la quantité disponible se réduit, au capital, lui-même agrippé à une monnaie trop forte.

Un choc va inmanquablement impacter nos communautés. Celui-ci nous semble inéluctable, compte tenu des déséquilibres majeurs accumulés dans nos économies et du désordre qui y règne. Cette intuition ne découle pas d'un sentiment de déclin, mais plutôt de la prise de conscience qu'une économie globalisée, caractérisée par des mobilités inconnues des facteurs de production (travail, capital et information), sera inmanquablement soumise à d'amples volatilités.

Le choc que nous anticipons est aussi lié au pressentiment de l'impossibilité de maintenir les inégalités (sociales, économiques, alimentaires, etc.) dans un monde au sein duquel les facteurs de production sont d'une telle fluidité.

*L'Écho, blog, mars 2013*

---

## Une mutation socio-politique

---

De Gaulle disait qu'il ne faut pas insulter l'avenir, au motif que ce dernier est pétri d'éléments inattendus. En même temps, toute configuration économique s'inscrit dans un contexte politique.

Parfois, il y a des années charnières, qui consomment un basculement idéologique. Ce furent, par exemple, les années 1979-1981, qui virent se produire des inversions de polarités politiques, après une décennie de désolation et d'égarements, caractérisée par l'abandon des cours de change stables de Bretton Woods et des modèles industriels d'après-guerre, et les chocs pétroliers de 1974 et de 1978.

Aux États-Unis et au Royaume-Uni, Ronald Reagan et Margaret Thatcher imposèrent un modèle d'économie de marché qui fit basculer la rentabilité capitaliste vers les actionnaires, au détriment des

travailleurs. Après des années de déperdition de leur capital à cause de l'inflation, ces années libérales furent celles de la protection de la rentabilité des rentiers et de la lutte contre l'érosion monétaire. De l'autre côté du planisphère, Deng Xiaoping donna aussi le signal vers l'économie de marché, quelques années avant la glasnost de Gorbatchev. Le rideau de fer n'était pas encore tombé, mais il rouillait déjà. À l'opposé, Mitterrand inscrivit la France dans une logique socialiste, mais l'expérience tourna court après deux ans.

Un élément constitua le dénominateur commun de ces ruptures idéologiques : ce fut le choix de la prééminence du facteur de production « capital » au détriment du facteur de production « travail ». C'est ainsi que l'étalon monétaire fut protégé au détriment d'une redistribution des gains de productivité. Les forces capitalistes tirèrent donc profit de l'abandon des économies manufacturières au moment de l'entrée dans l'économie des services.

De manière accessoire, il ne se passa bien sûr rien en Belgique. On se borna à augmenter la dette publique, sans aucun plan stratégique, sinon celui de prolonger le modèle désuet de l'État-providence.

Et dans dix ans, comment sera le monde ?

À mon intuition, les années 2008-2013 sont aussi celles du départ d'une immense volte-face idéologique. La crise bancaire n'aura été, à cet égard, qu'une péripétie. En effet, la seule réalité, c'est la fin des États-providence (hérités des années soixante et septante) et l'inadaptation de nos pays quant à l'acceptation d'un modèle de flexibilité économique.

Sous cet angle, l'euro aura peut-être été une erreur fatale ou plutôt une décision politique à contretemps, puisque cette monnaie unique renforce l'immobilisme des économies en les cristallisant sous un paramètre monétaire intangible qui révèle de profondes réalités divergentes entre les économies européennes.

Dans dix ans, serons-nous plus proches d'un modèle d'économie de marché ou d'une situation d'étatisation ?

Pendant longtemps, j'ai cru que la fin de l'État-providence allait découler d'un choc de marché d'une envergure comparable à celui qui fut traversé en 1979-1981. Mais j'ai peut-être commis une erreur de jugement. Au risque d'être mal guidé par mon intuition, je crois que nous

entrons dans une génération de contrôle étatique plus prononcé, qui sera lié à la nécessité d'assurer le remboursement de la dette publique tout en nous dépêtrant d'un modèle de subsides sociaux devenu impayable.

Mais pourquoi imaginer désormais que la fin de l'État-providence s'échouera dans plus d'étatisation plutôt que dans une confrontation avec l'économie de marché? Parce que nos économies n'ont montré aucune capacité de rebond politique depuis cinq ans et que le réflexe de protection des avantages acquis a vaincu la créativité d'une jeunesse qui est accablée par le chômage et une dette publique qui est un legs insupportable.

L'euro (comparable à un rigide système d'étalon-or... sans or) est d'ailleurs peut-être le premier indice de ce glissement vers l'étatisation, puisqu'on sait qu'il ne correspond pas à une réalité économique et qu'il est l'aboutissement d'un acte politique. N'est-ce pas la meilleure illustration du fait que l'Europe a choisi la concentration des pouvoirs monétaires, qui conduit inmanquablement à la capture du circuit bancaire, replacé sous contrôle étatique?

Sous cet angle, les prochaines années vont peut-être voir le facteur de production « travail » imposer ses exigences de dépréciation monétaire au facteur de production « capital », sous forme d'inflation et de défauts étatiques.

Cette intuition d'étatisation croissante et monétaire sera-t-elle vérifiée? Personne ne le sait, car les intuitions sont précaires et provisoires. Elles seront évidemment contredites par des épisodes inattendus, dont l'envergure est toujours sous-estimée et qui bouleverseront inéluctablement les anticipations, tels autant de battements d'ailes de papillons qui empêchent toute prédiction fiable au-delà de quelques jours. Les crises, multiples et plurielles, sont d'ailleurs fluctuantes et, par essence, non stabilisées.

*L'Écho*, février 2013



## De profondes turbulences idéologiques

---

D'aucuns préconisent de confisquer l'épargne des rentiers afin de rembourser la dette publique. Après tout, cette dernière trouve sa contrepartie dans des actifs accumulés, pour partie, par la population. Pour les aficionados des grands soirs léninistes, il ne serait donc pas illogique d'effectuer une immense compensation.

Malheureusement, la naïveté de l'idée confine au simplisme ainsi qu'à l'injustice sociale et générationnelle. De surcroît, si la solution est d'appauvrir les rentiers (au motif qu'ils possèdent les actifs qui seraient la contrepartie de la dette publique), la difficulté est que ces derniers sont dilués dans toute la population au travers des systèmes de pensions et de protection, fondés sur la répartition collective et non pas sur la capitalisation individuelle.

Le paradoxe est là : la richesse apparente du pays se reflète dans des engagements collectifs multiples. Les rentiers ne constituent plus une classe sociale segmentée, puisque nous sommes tous débiteurs et créanciers d'un système d'impôts, de cotisations, de transferts sociaux et de pensions. Tout se passe comme si la dette publique était devenue un système de solidarité sociale dont on ne peut plus distinguer les protagonistes. En d'autres termes, la dette publique a « déstratifié » les classes sociales. Nous sommes solidairement liés les uns aux autres dans un inextricable imbroglio intra et intergénérationnel qui reflète peut-être le modèle belge, à savoir un schéma sociologique compliqué qui assure un certain ordre social en empêtrant chaque citoyen dans une relation compliquée vis-à-vis de l'État.

Il y a un autre problème : l'impôt ou le report de la dette ne suffiront pas à honorer les engagements de l'État, alors que ces derniers sont grevés par une immense dette publique et un système de financement des travailleurs inactifs (en nombre croissant) par des travailleurs actifs (en nombre relativement décroissant). Mais les prochaines générations vont-elles accepter l'héritage des dettes publiques sans exercer un droit d'inventaire ? C'est loin d'être certain.

Comme la protection professionnelle est fondée sur un système d'assurance collective, elle-même bâtie sur l'emprunt public, la résorption de ce dernier pourrait inciter certains à évoquer une étatisation accrue de

toute l'économie. L'État devrait, par exemple, conserver une forte tutelle sur le secteur financier pour canaliser l'épargne populaire vers son propre financement. En bonne logique intuitive, le système d'État-providence risquerait de se transformer en piège financier pour toute la population et non pas pour certaines classes de contribuables.

Mais pourquoi imaginer que la fin de l'État-providence s'échouerait peut-être dans plus d'étatisation plutôt que dans une confrontation avec l'économie de marché? Parce que nos économies n'ont montré aucune capacité de rebond politique depuis cinq ans et que le réflexe de protection des avantages acquis a (temporairement?) vaincu la créativité d'une jeunesse accablée par le chômage et une dette publique qui est un legs insupportable.

Pourtant, je reste convaincu que le libre-échange et la liberté individuelle sont un modèle supérieur à toute étatisation croissante de l'économie. Mais, dans tous les scénarios, les prochaines années révéleront des ajustements inattendus et de profondes dissensions idéologiques. Plus d'État ne résoudra rien, au contraire. Cette crise est celle de nos futurs. Ils doivent être reformulés, avec justice, optimisme, confiance et volonté.

*Trends*, mai 2013

## Ô, belle jeunesse...

---

Depuis une vingtaine d'années, je consacre un temps important à l'enseignement de l'économie dans plusieurs institutions des trois Régions du pays, à des étudiants de fin de cycle. Or quelque chose d'accablant a profondément changé ces dernières années : nombre d'entre eux ne voient plus leur avenir en Belgique. Certes, on argumentera qu'il y a loin de la coupe aux lèvres et que l'enthousiasme des programmes Erasmus suscite la légitime jubilation de croquer la vie et de courir le monde. L'envie du large soufflette toujours les joues des audacieux et puis, les étudiants apprennent la gestion et l'économie, des disciplines naturellement internationales qui suscitent le déplacement géographique. On me rappellera aussi, à juste titre, que seuls certains auront la possibilité de

partir et que la majorité des étudiants, moins qualifiés, n'aura pas le choix ou même l'envie de la mobilité géographique.

Et pourtant, je crois que quelque chose de plus aigu se disloque lorsque j'écoute les parents de ces étudiants. Je n'en connais que peu qui ne recommandent pas à leurs enfants de choisir des métiers qui leur octroieront la mobilité géographique professionnelle. Quel navrant constat alors que ces jeunes sont l'avenir du pays et que le système éducatif est le legs des générations précédentes!

Tous, depuis le début de la crise, nous sentons que quelque chose nous échappe. Cette crise n'est pas comme les autres. Le Royaume apparaît inhibé et ses forces vitales l'abandonnent. La Belgique devient inquiète. Elle cultive un sentiment d'impuissance.

En quelques mois, nos préoccupations sont devenues locales, comme si le pays avait abandonné l'idée d'être l'acteur d'un destin international. Est-ce de la mélancolie? Un petit creux? L'épuisement du modèle d'après-guerre? Ou, pire, est-ce une dépression sociale ou un *burn-out* économique?

La crise financière a commencé en 2007, mais la plupart de nos institutions financières furent prises par surprise à l'automne 2008. Le monde était à quelques centimètres du gouffre systémique et d'un piège dont les pièces s'enchaînaient, en même temps que notre pays devenait introverti. Il entretenait une vulnérabilité narcissique. Et puis, d'un seul coup, la déception a été fulgurante.

Aujourd'hui, ces chocs sont presque banalisés. Pourtant, ils masquent une réalité plus profonde : l'absence de projet mobilisateur pour le pays et, surtout, de plan de prospérité pour les futures générations. C'est le manque de vision de la manière dont la Belgique et ses constituants régionaux se développeront et s'épanouiront en Europe et dans le monde.

Dans les discours politiques et les médias, on parle des pensions, des déficits structurels, des plans de licenciement et des délocalisations, mais peu de l'avenir des jeunes. Pas assez de mots sur leurs débouchés professionnels et l'optimisme qui devrait leur être offert. Les jeunes apprennent que la crise serait une réplique de celle des années trente, mais rien n'est dit sur leur avenir. À l'instar de ce qui se passe dans tous les autres pays européens, ces jeunes ne comprennent pas que les problèmes de la gé-

nération à laquelle ils succèdent aient été arbitrés à leur détriment. Les emplois se dissipent et ils entendent qu'ils seront débiteurs des dettes de la génération précédente. Ils prennent conscience du fardeau de l'endettement public, qu'ils ne voudront ni n'arriveront à éponger.

Alors, que leur expliquer? Quelque chose doit s'être fissuré dans l'économie belge. En une dizaine d'années, nos communautés se sont profondément transformées au détriment d'une solidarité sociale et de l'esprit d'entreprise. Et puis, il y a un autre facteur, dont nous soupçonnons l'envergure considérable : c'est la perte des valeurs morales supérieures qui stimulent la pensée collective. À nous de transmettre aux jeunes l'envie du futur et de l'entrepreneuriat, par nos exemples et expériences personnels, car l'avenir de la Belgique, c'est eux. Ce devrait être le principal message politique.

*Trends*, mai 2013

---

## Crises économiques et replis identitaires

---

De nombreux responsables politiques mettent en garde contre la montée des replis identitaires.

Ils ont raison : ces tentations reflètent une réaction typique des crises économiques.

Elles s'accompagnent souvent d'un besoin de régénérescence et de « rejuvenation » des hommes, qui trouvent une purification dans l'affiliation à un groupe.

En effet, les crises économiques se juxtaposent souvent aux excès de l'économie marchande. Or cette dernière est fondée sur la solitude de ses acteurs et l'individualisme.

Lorsqu'une communauté échoue économiquement, elle met en œuvre une rédemption morale de ses excès passés en affiliant ses membres dans le rejet collectif (et donc non ostracisant) des fautes du passé.

Chaque acteur du passé est absous s'il s'associe au repli identitaire.

La crise est alors comprise comme « l'eau lustrale » d'un cycle économique.

Mais, comme il l'a très bien démontré dans un de ses ouvrages, Bernard Henri-Lévy rappelle que la pureté est dangereuse.

Il est d'ailleurs désespérant de constater que ce sont les variations du cycle économique qui sont négativement corrélées avec les replis identitaires. Cela laisse subodorer deux choses : tout d'abord, le repli identitaire est interne à l'humain et ensuite, l'économie marchande n'est qu'un voile sur ce constat.

Comment répondre à ces réalités de replis identitaires, faute de pouvoir reléguer cette tâche à la croissance économique ? Au travers d'une médiation entre hommes et d'un humanisme déployé autour de la compréhension réciproque.

*L'Écho, blog, février 2012*

---

## La profonde crise de l'entreprise

---

Dans l'angle mort de la crise, il y a d'autres bouleversements, extrêmement profonds. Parmi ces derniers, il y a celui du basculement technologique, qui submerge, tel un immense tsunami, toutes les relations de travail.

Avant, l'informatique était un outil de travail. De nos jours, l'entreprise est structurée par les processus technologiques, pour lesquels les humains sont très souvent ajustés. D'accessoire, l'outil est devenu structurant, à l'instar des chaînes de montage qui rythmaient l'apport de travail industriel.

Bien sûr, on évoquera le besoin d'expérience et le transfert de connaissances en provenance des travailleurs plus âgés. C'est correct. Mais, en même temps, soyons lucides : nos entreprises, désormais organisées en réseaux, ont abandonné le mode pyramidal. Toute la structure de commandement en est affectée : les instructions se juxtaposent et se confrontent plutôt qu'elles ne se transmettent. L'entreprise se vide même de son contenu social et structurant, puisque la réunion des travailleurs

dans un lieu commun (l'entreprise) risque de devenir une exception organisationnelle, sauf dans certaines professions. Le monde du travail va peut-être même induire une certaine solitude.

De manière géométrique, l'entreprise est devenue instantanée et sphérique (plutôt que pyramidale). Les organigrammes s'expriment maintenant en trois – et non plus en deux – dimensions. L'entreprise est devenue un projet en mutation permanente. De solide, elle est devenue liquide. De stock, elle est devenue de flux. De stable, elle s'est mutée en outil de volatilité. Son rapport au temps est immédiat. De déductive, l'entreprise est devenue empirique et inductive. C'est même une transmutation plus profonde : l'entreprise est devenue fugace, comme les marchés financiers qui en mesurent la valeur actionnariale.

Au reste, la nature liquide de notre économie est la norme, une fluidité optimale du capital étant recherchée pour que de nouvelles initiatives puissent voir le jour. Tout ceci conduit à un rapport au temps différent : la liquidité et sa transposition temporelle, l'instantanéité débouchent sur un monde plus volatil. Cette économie est en suspension, en impermanence.

Une telle révolution du monde du travail avait déjà eu lieu à la fin des années septante, lorsque nos communautés abandonnèrent le mode industriel pour rentrer dans le secteur tertiaire. De nos jours, c'est une pénétration dans l'économie de la connaissance et de la technologie, qui constitue la troisième révolution industrielle, après celles de la découverte de la machine à vapeur et de l'électricité.

Cela pose de graves questions. Parmi celles-ci, il y a le bonheur au travail, le lien à la communauté, le sens d'un projet de vie. Il y a aussi le taux d'emploi des travailleurs les plus âgés. Comment postuler qu'on doit améliorer leur mise à l'emploi lorsque ces mêmes travailleurs sont les victimes d'un basculement technologique ? Et où se situe le transfert des connaissances lorsque les impulsions organisationnelles de l'entreprise se transmettent par *smileys* ? Il y a un immense effort de recyclage à faire afin de valoriser l'incommensurable acquis de l'expérience.

La relation avec la communauté et le travail est sans doute une des plus profondes mutations de nos économies. Plus qu'auparavant, il sera

complexe de structurer les populations autour de projets collectifs et de la prospérité.

*L'Écho, blog, janvier 2013*

---

## Un nouveau civisme économique

---

Les prochaines années seront caractérisées par une friction entre des forces collectivistes et les exigences de l'économie de marché.

Ces tensions seront plus marquées en Europe, où le maintien de la monnaie unique exige une étatisation croissante des flux économiques, alors que le reste du monde s'immerge dans l'économie de marché.

La réalité de l'euro devient, en effet, ambiguë : il s'agit de réduire les déficits et dettes publics (afin d'assurer une convergence des finances publiques) au travers de mesures d'austérité, qui alimentent la récession et qui accélèrent elles-mêmes la mise en œuvre de mesures d'austérité supplémentaires pour compenser le manque de croissance.

Pourquoi une telle politique pro-cyclique ?

Parce que la monnaie unique n'est plus garantie par rien d'autre que par elle-même, ce qui conduit à devoir contrôler les dettes publiques, qui sont le reflet « comptable » de la monnaie.

Cette dynamique conduit inmanquablement à une lente dérive vers une nationalisation éthérée, puisque le contrôle de l'économie exige sa tutelle publique. C'est incidemment ce qui fut constaté pendant les années keynésiennes du New Deal du Président américain Roosevelt. Ce dernier stimula les dépenses publiques, mais augmenta les taux d'imposition des particuliers à un niveau supérieur à 80 % et interdit le négoce de l'or pour renforcer le contrôle étatique du circuit monétaire.

On en arrive au paradoxe que le maintien de l'euro, qui est un choix libéral d'économie de marché, conduit à prendre des mesures qui pourraient être contraires à sa survie.

Sous cet angle, la crise induira de probables ruptures d'équilibres économiques, politiques et moraux.

Ces ondes de choc obligeront à trouver un équilibre entre la coopération et la compétition, ainsi qu'un *modus operandi* entre les marchés financiers (qui reflètent l'économie privée) et les pouvoirs publics.

La crise annonce l'immersion dans un univers plus volatil, qu'on pourrait qualifier de gyroskopique et d'instantané. Le civisme sera une valeur qui devra être privilégiée, car le repli identitaire et le découragement des élites de la société civile sont prévisibles.

*L'Écho*, blog, février 2012

## **Régionaliser ou bancariser la bourse de Bruxelles ?**

---

La Bourse de Bruxelles approche un point dangereux, à savoir la question de son existence. Son autonomie géographique a disparu depuis longtemps. De nos jours, c'est sa réalité fonctionnelle qui est en cause. Cette situation n'est pas la résultante d'une désaffection particulière pour le capital à risque, car cette réalité est partagée par toutes les places boursières. La question est beaucoup plus fondamentale : elle porte sur la pérennité d'une petite Bourse locale dans un espace financier international. Quelle est, en effet, la logique d'avoir une Bourse domestique dont les actions des grandes sociétés sont, à plus de 95 %, traitées par des investisseurs étrangers, et dont les volumes négociés se concentrent sur des entreprises étrangères (GDF Suez, AB INBEV, etc.), tandis que les petites sociétés belges sont devenues illiquides et que les mises en Bourses locales sont désertées ?

Pourtant, il est possible de surmonter ce cul-de-sac en reconstruisant le modèle grâce au NYSE (New York Stock Exchange) et aux banques belges. Pour appréhender correctement cette problématique, il faut rappeler qu'une Bourse n'est rien d'autre qu'une plate-forme de négociation, c'est-à-dire un système informatique qui équilibre des impulsions d'achat et de vente de titres. Une fois que ces ordres sont rencontrés, le rôle de la Bourse s'achève et d'autres intervenants (Euroclear, banques, etc.) prennent le relais, en aval des transactions.



Cette réalité explique pourquoi les Bourses se regroupent. En effet, depuis qu'elles ont perdu leur monopole de négociation en 2007, il est relativement aisé de construire une Bourse, c'est-à-dire un système de négociation auquel les banques peuvent se brancher. Plusieurs plateformes traitant des actions belges se sont d'ailleurs créées à Londres. Ce qui est moins facile, c'est d'assurer aux négociants de titres de trouver une contrepartie dans un délai acceptable. C'est ainsi que le succès d'une Bourse repose sur la liquidité et l'excellence opérationnelle qu'elle offre à ses contreparties. La liquidité est dépendante de la rapidité du système informatique. Or cette rapidité informatique n'est atteignable que si des économies d'échelle peuvent être mises en œuvre. C'est ainsi que les Bourses de Paris, Bruxelles, Amsterdam, Lisbonne et New York ont fusionné en deux vagues (2000 et 2007). Ces fusions ont permis de déployer des systèmes informatiques d'une qualité incomparable. Le rapprochement avec le NYSE a sauvé la Bourse de Bruxelles, dont le développement autonome aurait été impossible.

Mais, de nos jours, la Bourse de Bruxelles n'est plus qu'une façade : les ordres de Bourse sont directement traités au sein du centre informatique du NYSE, situé en Angleterre, sans plus même transiter par Bruxelles. Le rôle du Palais de la Bourse, que la Ville de Bruxelles vient de se réapproprier, relève du symbolique.

Néanmoins, tout ceci n'explique pas pourquoi la Bourse de Bruxelles est disqualifiée. Après tout, elle aurait pu se déployer en tirant profit de la qualité du système informatique dont elle bénéficie.

Pourquoi n'est-ce pas le cas ? J'y vois différentes réponses. La Belgique est devenue un petit pays, dont les centres de décision des entreprises ont glissé vers des capitales étrangères. Les temps glorieux du Royaume sont derrière nous et la mondialisation a passé un coup de torchon sur les ambitions financières de notre pays. Ce dernier a souffert du manque de vision politique, conjugué aux réalités actionnariales : aucune stratégie de place boursière n'a jamais été formulée par nos gouvernants.

On pourrait ajouter à ce navrant constat l'argument d'une fiscalité pénalisant le capital à risque, encore que d'autres pays, aux fiscalités plus lourdes et aux capacités d'épargne inférieures, ont réussi à assurer le déploiement de leur Bourse nationale.

D'autres facteurs sont incontestables : déprime boursière et aversion au risque depuis 2008, développement d'un négoce de titres « hors Bourse » et possibilité pour les banques d'internaliser les ordres (c'est-à-dire de croiser les ordres de leurs clients sans exprimer la transaction sur une Bourse), étouffement de la cotation sous des contraintes réglementaires et prudentielles insupportables, disparition du soutien des banques belges pour l'animation de la Bourse, etc. De surcroît, certains idéologues ont confondu la cotation d'une entreprise avec sa tutelle publique. C'est ainsi que la cotation, qui n'est qu'une modalité de négociation des titres, est assimilée à de la spéculation, qui mérite, pour des esprits intransigeants, un traitement punitif de ses actionnaires.

Face à ce constat, il faut imaginer de nouveaux modèles d'organisation. Une idée consisterait à scinder la Bourse en deux entités distinctes, caractérisées par un actionnariat différent, mais avec le support informatique commun du NYSE. Il y aurait un marché de grandes capitalisations, essentiellement alimenté par des ordres étrangers et regroupant les vingt plus grosses entreprises belges, avec un système de cotation continue.

Les autres actions seraient regroupées avec celles d'Alternext et les principales sociétés du marché libre dans une nouvelle Bourse Belge, destinée aux P.M.E. Jusqu'ici, rien de très révolutionnaire, puisque ce modèle boursier est en train de s'esquisser. L'idée innovatrice consisterait en ce que les banques belges deviennent actionnaires de cette nouvelle Bourse Belge, tout en utilisant exclusivement le système informatique du NYSE. Cette Bourse serait donc animée par deux protagonistes : le NYSE, qui jouerait son rôle actuel, et les banques belges, qui interviendraient dans l'animation de la Bourse elle-même. Le NYSE serait certainement en faveur de ce modèle, puisque son objet social évolue vers la fourniture de services informatiques.

Au reste, avant leurs mutations en sociétés elles-mêmes cotées, les Bourses étaient codétenues par les agents de change et les banques, qui y trouvaient un intérêt au titre d'actionnaires. La Bourse appartenait donc à ceux qui l'alimentaient en ordres. Malheureusement, c'est l'envergure des investissements informatiques qui a rebuté ces actionnaires, au cours des années nonante. Or, grâce au NYSE, ces investissements informatiques sont aujourd'hui réalisés. Il est donc envisageable que les banques belges interviennent à nouveau comme actionnaires et teneurs de mar-

ché de la Bourse, tout en faisant exclusivement appel aux capacités informatiques du NYSE.

En devenant actionnaires, les banques auraient un incitant pour mettre des sociétés en Bourse, pour les suivre et surtout pour jouer un rôle de teneur de marché en alimentant des ordres pour compte de leurs clients.

En résumé, le temps est peut-être venu d'imaginer le meilleur de deux mondes, à savoir une plate-forme informatique commune (celle du NYSE) qui servirait deux Bourses : une Bourse de grandes valeurs internationales et une Bourse de petites valeurs, dont les banques belges, peut-être rejointes par d'autres institutionnels, seraient les actionnaires. Cette « rebancarisation » de la Bourse de Bruxelles ressemblerait aux modèles de SWIFT et d'Euroclear.

Une telle initiative pourrait s'accompagner de mesures de relance fiscale, telles les dispositions Cooreman-De Clercq, dont le Sénateur Cooreman et moi avons redessiné l'adaptation en 2008 et que le VOKA reprend aujourd'hui. D'autres idées apparaissent, comme le *crowdfunding*, c'est-à-dire un appel au capital à risque au travers d'un réseau d'internautes. Pourquoi la Bourse de Bruxelles ne créerait-elle pas un compartiment dans ce domaine ?

Il convient donc de repenser le modèle de la Bourse de Bruxelles, sans quoi cette institution est inéluctablement destinée à une marginalisation définitive ou au confinement à une Bourse illiquide de P.M.E. La Bourse de Bruxelles n'emploie directement plus qu'une dizaine de personnes. On pourrait même argumenter que des Bourses régionales (à Anvers, Liège, etc.) correspondraient mieux à la typologie des P.M.E. de notre pays qu'une Bourse nationale qui est empêtrée dans un modèle inadapté. À Lyon, un lieu d'échange boursier s'est ainsi recréé afin de répondre aux besoins des sociétés de la zone des Alpes-Maritimes.

Ceux qui sont convaincus que la Bourse de Bruxelles a un autre avenir qu'un glissement progressif vers une place de cotation accessoire doivent rapidement y réfléchir. Il est presque, sinon déjà, trop tard, sauf à baisser le pavillon de notre centre financier, ce à quoi de nombreuses personnes ne se résolvent pas.

*L'Écho*, décembre 2012

## Retraites plombées ?

---

Dans un remarquable livre, Ludovic Delory et Frédéric Wauters ont signé en 2012, aux éditions « La Renaissance du livre », un texte portant sur l'examen de notre système de pensions légales par répartition (c'est-à-dire un système où les actifs paient pour les inactifs).

L'ouvrage est factuel, dépouillé idéologiquement et remarquablement documenté sur un plan historique et technique.

Il conclut à l'insoutenabilité du système de pensions par répartition et plaide pour un basculement progressif vers un système mixte de répartition et de capitalisation (dans lequel chacun aurait la possibilité de cotiser pour sa pension).

L'argument des auteurs porte sur l'insupportabilité budgétaire du système, qui a été conçu dans un contexte industriel, lorsque la démographie était favorable et l'espérance de vie, plus limitée.

Le livre est tellement bien documenté qu'il serait vain d'en extraire quelques traits marquants.

J'en ai pourtant tiré trois réflexions accessoires.

La première porte sur la justice sociale d'un système qui fait reposer sur un nombre restreint d'actifs les revenus différés d'un nombre croissant d'inactifs. N'est-ce pas la meilleure manière de pervertir le système en assurant une rente de situation à certains au détriment de ceux qui sont chargés d'assurer notre prospérité, à savoir les futures générations ? À mon intuition, cela se résoudra par une inflation insidieuse.

La deuxième porte sur le caractère incitatif de la pension par répartition. Au contraire d'un système de capitalisation individuelle, la répartition n'entraîne-t-elle pas une déresponsabilisation de la personne et un effet d'aubaine qui conduisent à se placer, dès que possible, dans le rang des bénéficiaires des pensions plutôt que de continuer – si c'est possible – à travailler ? Je suis conscient que cet argument suppose qu'il y ait du travail pour tous, ce qui n'est pas le cas dans un monde en basculement technologique.

La troisième réflexion se rapporte à une phrase du livre qui m'a ébranlé. Selon un économiste français, Jacques Bachot, « le système de pension par répartition est la redevance, payée par les actifs pour l'usage du capi-

tal humain dont ils sont porteurs et dans lequel les aînés ont investi ». Ce postulat est correct dans un monde industriel, linéaire et prévisible, mais ne l'est plus lorsque les mutations technologiques sont importées plutôt que créées localement. Internet est un vecteur de croissance plus fondamental que le transfert des connaissances locales. Certes, on argumentera que l'acquis professionnel relève du cycle long. Pourtant, l'argument de Jacques Bachot me semble moins pertinent lorsqu'une économie retire 70 % de sa richesse du secteur tertiaire et que des discontinuités technologiques créent des ruptures importantes dans les modes de travail.

Le débat des pensions est vaste et complexe, car il conjugue des orientations politiques et morales avec des contraintes budgétaires.

*L'Écho, blog, février 2013*

# Perspectives historiques

## Les prophéties désespérées d'Adam Smith

Il flotte, dans les textes d'Adam Smith, une inquiétude dispersée. Pire, peut-être : une sorte de résignation à propos de l'égoïsme de l'homme. Et, étrangement aussi, un soulagement malsain quant à l'atteinte du bien-être collectif, qui serait obtenu grâce à l'appât du gain inhérent à chaque individu. Car Adam Smith, c'est d'abord la rémission des péchés d'argent. C'est l'économiste qui explique que l'intérêt individuel se com-mue en bienfait social.

Mais qui est Adam Smith (1723-1790) ? C'est – on le sait – un économiste écossais du Siècle des Lumières. Il est considéré comme le père de la science économique moderne. Pourtant, ses idées n'étaient pas neuves. Leur intelligence révélait plutôt la formulation d'une bonne synthèse entre les deux courants économiques de l'époque : celui des mercantilistes et celui des physiocrates. Les mercantilistes estimaient que seuls les biens précieux et durables (or, argent, bijoux) formaient la richesse. Les physiocrates opposaient à cette vision l'idée que c'était, au contraire, la production agricole qui était source de richesse. Adam Smith dépassa ces deux visions en définissant la richesse comme les produits qui agrémentent la vie de la nation. Dans cette perspective, les biens précieux n'ont qu'une valeur intermédiaire pour l'échange.

Selon le théoricien de Glasgow, l'échange et le commerce sont des actes spontanés. L'économie de marché est un relais de la Providence. Smith va d'ailleurs plus loin : un intérêt général procède du libre jeu des intérêts particuliers. L'homme ne choisit pas son intérêt, c'est son intérêt qui le dirige. L'économie secrète donc un pouvoir supérieur, que l'économiste appelle la main invisible. Et c'est cette main invisible qui guide le commerce. C'est elle qui poussera l'homme à faire le bon choix, à tout le moins en ce qui concerne ses conséquences collectives.

Pour Smith, la main invisible, ce n'est plus Dieu. C'est, au mieux, un Grand Architecte ou la Nature. La main invisible est donc métaphysique.

C'est un principe transcendant, générateur d'harmonie. Cette main invisible est, à l'époque du Siècle des Lumières, compréhensible. Car, ce siècle de Kant, c'est le rejet du pouvoir ecclésiastique. C'est aussi la reconnaissance de l'homme éclairé et le refus de l'explication divine des phénomènes.

Mais Adam Smith lègue aussi de nombreuses interrogations. Comment, par exemple, intégrer le rôle de l'État dans l'économie de marché? L'État est-il mauvais gestionnaire parce qu'il n'est pas mû par la recherche du profit? Est-il corrompu? Ou bien la gestion de certains biens publics doit-elle justement être cédée à l'État? Et puis, comment distinguer ce qui doit relever de l'économie de marché de ce qui doit relever de la gestion étatique? Adam Smith répond à ces questions en confinant l'État à son rôle régalien (police, armée et défense). Selon l'Écossais, la main invisible, c'est justement la méfiance à l'égard de toute réglementation.

Et puis, finalement, que reste-t-il des théories d'Adam Smith? Sans doute des postulats plutôt que des explications. Ceux-ci formulent une immense disculpation du profit ou, pour reprendre une expression contemporaine, un décomplexe par rapport à l'argent.

Adam Smith est loin de Thomas d'Aquin, qui opposait négoce et profit. Il est très éloigné, aussi, d'Aristote, pour qui l'individu était d'abord politique. Adam Smith avance que c'est l'économie qui meut l'individu. Il a peut-être fourni la première justification naturaliste de l'économie de marché. Mais il restera, dans les théories de l'économiste écossais, une sourde intranquillité. Un malaise impénétrable. C'est le rappel persistant que le travail doit s'ajuster au capital et pas l'inverse. Une autre voix devait immanquablement s'élever. Ce sera, une centaine d'années plus tard, celle, controversée et inquiétante, de Marx.

*L'Écho, blog, mars 2013*

## L'aluminium, c'est de l'or

---

La valeur d'un bien relève de nombreux facteurs, dont sa rareté.

C'est ainsi que l'or est, depuis la nuit des temps, une monnaie de substitution, puisque ses qualités intrinsèques et sa rareté en font un étalon universel.

Mais si une immense mine d'or ou un procédé alchimique permettait d'alimenter sa quantité disponible, sa valeur serait immédiatement modifiée à la baisse.

C'est ce qui est arrivé à l'aluminium, au dix-neuvième siècle. L'aluminium est un métal pauvre et abondant, présent sous forme d'alumine dans la bauxite. Rien ne le prédestinait à devenir un métal précieux, sauf que son procédé d'extraction était, à cette époque, extrêmement coûteux.

Le procédé, inventé par des chimistes allemands et français, exigeait une réduction du minerai par le sodium. Cette méthode, extrêmement coûteuse, fit de l'aluminium un métal plus onéreux que l'or.

D'ailleurs, les assiettes utilisées par les monarques de la seconde moitié de ce siècle étaient en aluminium. Napoléon III et la Reine Victoria avaient d'ailleurs érigé ce métal en signe d'opulence.

Des investisseurs accumulaient des lingots d'aluminium... jusqu'à ce que, en 1886, un physicien américain et un ingénieur français découvrent un procédé de production d'aluminium par électrolyse, méthode extrêmement peu onéreuse qui est toujours utilisée de nos jours.

Et c'est ainsi que la bulle d'aluminium fondit vers les années 1886, entraînant déconvenues et ruines.

Il en va de l'aluminium comme de nombreuses références monétaires : elles sont fluctuantes et fragiles, car elles ne sont, finalement, que conventionnelles.

*L'Écho, blog, février 2013*



## 1865, 1933, 2011 : Trois siècles, trois euros

---

Au cours des derniers siècles, les tentatives d'harmonisation monétaire européenne furent nombreuses. Toutes échouèrent à cause de l'hétérogénéité des différentes économies reliées par la même devise. Ceci ramène à la théorie des zones monétaires optimales de l'économiste canadien Mundell, récipiendaire du prix Nobel en 1999. Mundell a défendu l'idée qu'une zone monétaire est optimale si elle est caractérisée par une mobilité des facteurs de production, dont le travail. Concrètement, cela signifie qu'en cas de choc défavorable pour une des nations constituantes de la zone monétaire, des déplacements de travailleurs sont mis en œuvre afin de recréer un état d'équilibre.

Un des autres attributs d'une zone monétaire est le degré de diversification des économies : plus ces dernières sont diversifiées, plus elles forment une zone monétaire optimale.

On remarquera que l'euro ne répond aucunement à ces deux critères, puisque les facteurs de production sont restés très locaux (et le redeviennent de plus en plus au travers d'une « redomestication » progressive des banques) et que les économies membres de la zone euro demeurent très spécialisées. À titre d'exemple, le sud de l'Europe est plutôt agricole, tandis que le nord bénéficie d'un niveau d'industrialisation supérieur.

C'est tellement vrai qu'il est admis que l'euro répondit à un choix politique et non économique. Mais comme la décision politique n'entraîne pas l'adhésion à une monnaie, les pouvoirs publics ont dissocié, par son indépendance, la B.C.E. du pouvoir de la rue. L'indépendance de la B.C.E. reflète, pour partie, le caractère artificiel de l'euro.

Mais que nous apprend l'histoire? Que les unions monétaires qui s'écroulent sous l'hétérogénéité de leurs composantes sont très nombreuses. Par un hasard numérique, les trois dernières tentatives d'union monétaire européennes sont distantes de 68 ans. Il s'agit de l'Union monétaire latine de 1865, puis, 68 ans plus tard, du bloc-or de 1933, avant d'aboutir, encore 68 ans plus tard, à la création de l'euro fiduciaire en 2001. Il y eut bien sûr d'autres unions monétaires, mais qui correspondirent à l'unification d'un pays (Confédération helvétique en 1848 ou Empire allemand de 1871) ou à un système plus étendu qu'au territoire européen (Gold Exchange Standard en 1922 ou Bretton Woods en 1944).

L'Union monétaire latine de 1865, fondée sur le bimétallisme or-argent, fut probablement la tentative la plus ambitieuse. Imaginée en pleine révolution industrielle par le libéral Napoléon III et initialement articulée autour de quatre pays (France, Belgique, Suisse et Italie), dont les pièces avaient le même titrage de métal précieux, cette union monétaire affilia 32 pays. Dans ce système, les pièces en or et en argent demeuraient nationales, mais circulaient librement dans les différents pays. On pouvait donc régler ses achats à Paris avec des pièces belges ou suisses. La différence avec l'euro est que chaque devise nationale subsistait.

Très rapidement, le nouveau système se heurta à la spéculation liée au bimétallisme : les cours de l'or et de l'argent variaient entre eux selon les cours du marché, alors que le rapport entre les pièces d'or et celles d'argent était figé. C'est ainsi qu'en 1867, la référence à l'argent fut abandonnée, l'Union monétaire latine devenant un système exclusif d'étalon-or.

Malheureusement, l'Union monétaire latine s'effrita avec la guerre franco-allemande de 1870 (qui contraignit la France à payer 5 milliards de francs or à l'Allemagne) et les fluctuations relatives du cours de l'or (suite, notamment, à la découverte d'or en Californie et en Australie), avant d'échouer avec la guerre de 1914. L'Union perdura officiellement jusqu'en 1926, année qui précéda celle de l'introduction du franc Poincaré, qui dut se résoudre à dévaluer de 80 % le franc-or qu'avait créé Napoléon I<sup>er</sup> en 1804.

Il y eut aussi le « bloc-or » de 1933, qui constitua une tentative d'étalon-or articulé autour du franc français. La Belgique en fit partie. Malheureusement, la rigidité de cet étalon-or conduisit à surévaluer les devises des pays participants, alors que d'autres pays entraient dans le siphon des dévaluations compétitives. Il en résulta une forte récession. La Belgique saborda son appartenance au bloc-or en 1935, tandis que la France subissait une terrible déflation organisée par le gouvernement Laval.

Le parallèle entre le bloc-or et l'euro est intéressant. En effet, la rigidité du système de 1933 conduisit à une déflation et à des politiques d'austérité qui alimentèrent la récession. Les politiques déflationnistes sont d'ailleurs d'autant plus néfastes qu'elles ne sont pas accompagnées d'un ajustement monétaire à cause d'un cours de change fixe.

Et l'euro, aujourd'hui ? L'euro est devenu un système d'étalon-or sans référence aurifère et donc sans possibilité de dévaluation des devises individuelles. En réalité, l'euro présente un danger pire qu'une référence à l'or, dont on peut se distancer à tout moment, ce qu'ont fait les pays du bloc-or de 1933. Notre situation économique est plus fragile que celle de 1933, puisque la référence de la monnaie est devenue... la monnaie elle-même et plus une parité exogène avec l'or qu'on peut modifier. Il n'est donc plus possible de s'extraire du système monétaire comme ce fut le cas avec ceux de 1865 et de 1933. C'est ainsi que l'euro n'est plus une monnaie adaptée aux pays du sud de l'Europe, mais que la sortie de ces pays s'effectuerait au prix d'une hyperinflation considérable. En d'autres termes, la seule dévaluation possible, c'est la dévaluation interne, soit une chute de la consommation intérieure qui entraîne elle-même la récession.

L'euro est peut-être devenu une fuite en avant politique contre une hétérogénéité économique. Sur la base des données fondamentales des économies, personne ne songerait, aujourd'hui, que les pays européens envisagent une monnaie commune. Nous traversons une période ahurissante où la monnaie est considérée comme un aboutissement intangible alors que ses soubassements se fissurent. De plus, nous entrons dans la stagflation, c'est-à-dire un mélange de récession domestique et d'inflation rampante alors que nos gouvernants veulent imposer austérité et rigueur monétaire, soit l'inverse de ce que nous ont enseigné les années trente.

Ceux qui, de nos jours, prônent la rigueur aveugle pour sortir d'une situation récessionnaire sont dans le fatalisme moralisateur. Le risque de l'erreur de jugement des prophètes de la rigueur obstinée, c'est que l'ordre social soit, à un moment, perturbé et conduise à des discontinuités politiques. Seuls la création monétaire et l'assouplissement budgétaire sauveront l'euro, à tout le moins temporairement.

La déliquescence des systèmes monétaires de 1865 et de 1933 fut une tragédie, alors que l'Allemagne n'y était pas affiliée. Est-elle un présage ? Si l'histoire sert de guide aux perspectives économiques, notre monnaie unique a de sombres jours devant elle. Une nouvelle tentative devrait

avoir lieu 68 ans après l'introduction des pièces et des billets en euros, c'est-à-dire en 2069.

*L'Écho*, janvier 2013

---

## Religion et économie européenne

---

L'économie européenne traverse une profonde mutation. Longtemps dominante, elle est aujourd'hui diluée dans une mondialisation qu'elle n'a ni choisie, ni déclenchée. Parfois, cette internationalisation semble se déployer à son détriment, un peu comme si l'élan économique d'après-guerre avait été étouffé par la diffusion du modèle anglo-saxon.

En moins de deux décennies, nos économies européennes se sont donc engouffrées dans un nouvel ordre capitaliste. Celui-ci est juridico-marchand. Il individualise les aléas de la vie et limite la protection collective. Cette mutation consomme l'abandon du modèle latin-rhénan, c'est-à-dire d'un socialisme dirigé, fondé sur une croissance prévisible et un partage des richesses. Le choc de modèle est violent : les communautés européennes recherchent les certitudes réglementaires et l'uniformité, tandis que le modèle anglo-saxon aliène les individus à l'aléa de l'économie.

Cela signifie-t-il que le modèle anglo-saxon est plus performant ? Qu'il constitue l'ordre naturel ou même la vérité absolue de l'économie ? Ou qu'il est collectivement plus désirable ? C'est difficile à affirmer. Pour certains économistes, le modèle de croissance européen d'après-guerre n'a jamais existé, car il fut l'effet d'aubaine d'une heureuse conjoncture. D'autres théoriciens affirment, au contraire, que le référentiel européen est une réalité autonome, qu'on peut opposer au modèle anglo-saxon.

Quoi qu'il en soit, il faut cerner la bifurcation de ces deux modèles. Mais où chercher ? C'est alors qu'immanquablement, presque inéluctablement, le chercheur est confronté à la profonde fracture qui a opposé les catholiques et les protestants au seizième siècle. En effet, un facteur transcende l'évolution de nos communautés : c'est l'attitude religieuse par rapport au matérialisme financier.

Le schisme religieux du seizième siècle aurait, en effet, modulé des comportements très longtemps occultés, mais qu'on retrouverait aujourd'hui confrontés à cause de la mondialisation des affaires. L'ouverture des frontières agirait comme le révélateur de différences sociologiques dissimulées. Pour comprendre l'envergure des changements actuels, il faut donc s'intéresser à la rupture ecclésiale qui a exilé les commerçants des puissances catholiques vers des refuges néerlandais, britannique allemands et suisses.

La dislocation confessionnelle a éclaté autour des années 1500, c'est-à-dire au moment où le continent des promesses économiques, l'Amérique, venait d'être découvert. S'opposant aux prétentions pontificales, la dissidence religieuse et la Réforme furent initiées par Calvin et Luther. À la même époque naquit, en Espagne, Ignace de Loyola, fondateur de l'ordre des Jésuites. Plus tard, Henri VIII consommait le schisme avec Rome. Aussi puissants que les empereurs, ces hommes fracturèrent irrémédiablement l'économie européenne.

Les protestants contestèrent l'immobilisme économique, utilisé comme instrument de domination par l'Église. En réaction, lors du Concile de Trente au Tyrol (1545-1563), le clergé catholique accusa d'hérésie ceux qui abandonnaient l'œuvre humaine à ses propres lois. L'Église réaffirma sa charge pastorale et la dévotion religieuse. À la Réforme, elle opposa la Contre-Réforme, la piété et la vérité de foi. Elle voyait l'orgueil dans la confiance humaine. Elle ne tolérait le commerce que comme instrument du divin, alors que le protestant voyait le travail comme preuve d'ascétisme et encourageait la recherche du profit afin de ne pas contre-carrer les vocations humaines.

Plus fondamentalement, la religion catholique formule un précepte vital de confiance et d'épanouissement, tant elle intériorise, au sein de chaque homme, la guidance du Bien. Mais, parallèlement, le corps épiscopal ne montra jamais beaucoup de bienveillance par rapport à l'argent. Le précepte évangélique, postulé dans l'Évangile de Luc (6,34), avance d'ailleurs que « les pécheurs aussi prêtent aux pécheurs, afin de recevoir la pareille (...) faites du bien, et prêtez sans rien espérer. Et votre récompense sera grande, et vous serez fils du Très Haut ». L'Église, dès le Concile de Nicée (325), confirma que le prêt d'argent devait être un

acte de pure charité. Les Conciles de Latran (1179) et de Trente (1563) empêchèrent le clergé de recevoir l'aumône des prêteurs professionnels.

L'usure fut combattue, au motif qu'il s'agissait d'une souillure hérétique et d'un « vol du temps », alors que ce dernier appartenait à Dieu. Ce qui divisa fut d'ailleurs, en fin de compte, le rapport à l'avenir et l'esprit de confiance en l'homme. Selon l'Église, le commerce liquéfiait les structures religieuses, tandis que la foi les solidifiait.

Le négoce de l'argent, nécessaire mais stigmatisé, fut confié aux communautés de banquiers juifs, sur lesquels la papauté s'appuiera. Mais, suite au grand schisme religieux du seizième siècle, les communautés protestantes, au sein desquelles les juifs étaient bien accueillis, s'emparèrent progressivement du commerce. Elles fondèrent un mode d'organisation dégagé de la culpabilité de l'accroissement du capital, tandis que les sociétés catholiques continuèrent à donner la préférence aux vertus régulatrices du travail.

Ceci étant, les guerres de religion sont loin. Peut-on sérieusement combiner le reliquat d'une attitude religieuse vieille de cinq siècles avec le modèle anglo-saxon du vingt-et-unième siècle ? C'était la thèse prémonitoire du sociologue allemand Max Weber (1864-1920) dans son ouvrage de 1905 sur l'éthique protestante et l'esprit du capitalisme. Le lien est certes fragile : les protestants considèrent que la flexibilité du jugement est source de libertés personnelles, et donc de confiance dans les actes de commerce.

D'ailleurs, d'autres auteurs (Sombart, Peyrefitte, Attali, etc.) se sont penchés sur l'origine de ce développement de l'ordre marchand. Il semblerait que ce soient les communautés protestantes (États-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas et Allemagne) qui, débarrassées du stigmate moral associé au commerce, fécondèrent le capitalisme. Le protestantisme aurait, selon ces théories, stimulé l'aptitude à échanger et à risquer, et donc entraîné le développement d'une société marchande. En effet, chez les protestants, plus les affaires prospèrent, plus grandit la conviction d'être des élus. Inspirés de l'Ancien Testament, le protestantisme considère, en effet, l'enrichissement comme une bénédiction divine. En même temps, l'élection exige, pour garder la foi, abnégation et ascétisme.

Même vieille d'un siècle, l'idée de Max Weber reste une piste de réflexion intéressante. Les courants religieux révèlent effectivement

l'opposition entre les solutions individuelles (protestantes) et les solutions collectives (catholiques). Cette sécession théologique distingue les attributs commerciaux des sociétés réformées (Pays-Bas, Allemagne, Royaume-Uni et États-Unis). Celles-ci sont transactionnelles et établies sur un rapport confiant relativement au futur. Par contre, les sociétés catholiques (France, Espagne et Italie) sont déterministes et fondées sur la Providence.

Ceci ramène à la différence entre les sociétés européennes traditionnelles, caractérisées par la défiance par rapport à l'entrepreneuriat individuel, et les sociétés anglo-saxonnes, basées sur la confiance dans l'initiative personnelle. Au reste, ceci explique pourquoi les Anglo-Saxons réfutent les rentes de contrôle (actionnaires dominants, monopoles commerciaux, etc.).

De manière géométrique, on pourrait associer une ondulation à l'économie des pays réformés, alors qu'on verrait plutôt une droite pour les sociétés catholiques. Et effectivement, le commerce protestant épouse les inflexions de la conjoncture, tandis que le négoce catholique procède d'un ancrage linéaire aux conventions et au temps.

Des indices ne trompent pas : les trois principales Bourses occidentales (New York, Londres et Francfort), lieux par excellence des aléas du commerce, sont situées dans des pays réformés. L'assurance, qui fonde la dispersion des risques, est, elle aussi, née dans des pays maritimes et réformés. Le droit est dit d'une manière particulière dans les pays anglo-saxons : il s'agit d'un droit jurisprudentiel qui s'ajuste, par oscillations, au contexte commercial du moment. Le même raisonnement s'applique dans d'autres disciplines du commerce : gouvernance corporative, comptabilité, fiscalité, etc.

Un autre signe illustre cette différence d'approche : on parle de réglementation dans nos pays, tandis que les pays réformés invoquent la régulation du commerce. Réglementation contre régulation : on retrouve, dans cette sémantique, l'idée de Calvin, qui oppose l'observation scrupuleuse des lois ecclésiastiques à l'obéissance protestante d'une personne vis-à-vis de sa vocation. À nouveau, c'est l'autorégulation des commerçants qu'on discerne dans le modèle protestant et anglo-saxon.

Par ailleurs, lorsqu'on synthétise les facteurs qui différencient les communautés européennes et les communautés anglo-saxonnes, on en

arrive à une constatation troublante, parce qu'elle est élémentaire. Les sociétés européennes sont déductives, tandis que les sociétés anglo-saxonnes sont inductives.

La déduction, c'est partir du principe général vers le particulier. Dans un système déductif, il y a donc un principe supérieur ou une règle supérieure, selon lequel les observations doivent être classées ou qualifiées. L'induction, c'est l'inverse : un système inductif infère une chose d'une autre, part des effets vers les causes et des faits particuliers vers les lois qui les régissent.

Pour les Européens, le mode de raisonnement considéré comme le plus rigoureux et le seul valable est la déduction, puisque cette dernière est le raisonnement qui va des principes à la conséquence. L'induction (prônée par les Anglo-Saxons) est considérée par les Européens comme moins fiable, car elle consiste à énoncer des lois à partir de faits. L'induction est donc un raisonnement expérimental, qu'on assimile parfois à l'intuition.

Et finalement, on décèle à nouveau, dans cette différence d'approche, les orientations religieuses. Dans les sociétés européennes catholiques, les observations humaines se sont longtemps déduites des lois religieuses supérieures. Dans les pays protestants, par contre, le postulat céleste fut refusé et la Providence, écartée : chaque homme doit suivre son chemin selon ses propres découvertes.

Ces particularités se transposent au monde des affaires : les Anglo-Saxons débattent, en permanence, du modèle d'entreprise et des principes de gestion. Il n'y a pas de réussite postulée, mais plutôt des succès précaires, devant sans cesse être démontrés et exposés au risque. C'est incidemment la raison pour laquelle les sociétés anglo-saxonnes sont source de progrès : l'induction crée l'humilité relative à la confrontation, à tout moment, à un meilleur modèle imaginé par un concurrent.

Bien sûr, les phénomènes ne suivent pas toujours une logique interne et une évolution irréversible, d'autant que nos communautés se sont progressivement laïcisées. Certains argumenteront d'ailleurs que c'est plutôt le dogme (national et/ou collectiviste) qui inhibe l'économie. C'est vraisemblable.



Ceci nous ramène à l'immersion progressive de nos pays dans le modèle anglo-saxon. Nos sociétés latines, de plus en plus séculières, subiraient-elles aujourd'hui les effets collatéraux de la Réforme, qui les avait épargnées au seizième siècle ? Les luttes religieuses se sont-elles transformées en concurrence commerciale ?

Si tant est que ces intuitions soient validées, cela signifie que nos sociétés continueront à traverser un profond changement de modèle, qui touchera à la trame de nos valeurs collectives. Car, au-delà de l'adoption du modèle, un fait s'impose, au même rythme que la disparition des référentiels supérieurs. L'État-providence ne sera plus la référence. Ce sera la confiance en l'individu, au titre d'acteur de l'économie de marché, qui prévaudra. Paradoxalement, la déchristianisation du commerce contribue peut-être à centrer la religion sur ses valeurs de générosité et de partage.

L'Église a, depuis le Concile de Vatican II, intégré les réalités économiques contemporaines en postulant une dimension profondément humaine. Dans son encyclique *Centesimus annus* et avec une grande finesse, le Pape Jean-Paul II concilia la dignité du travail avec la nécessité d'un capital productif.

Et, en conclusion, un fait s'impose : l'émancipation religieuse et l'essor économique se sont entrelacés au cours des siècles écoulés. Ceci prend un relief particulier en Belgique, qui s'est trouvée à la charnière de l'Europe catholique, au sud, et de l'Europe protestante, à l'est et au nord. Ça explique aussi peut-être pourquoi le débat politique belge a souvent été centré sur un équilibre entre la confiance accordée par l'État à l'initiative individuelle (vision protestante) et celle accordée par le citoyen à l'État pour la répartition des richesses (vision catholique). Cette confrontation de modèles sous-tend peut-être notre modèle économique, fondé sur la redistribution et la mixité sociale.

*L'Écho, blog, février 2012*

## L'Allemagne monétaire : de Luther à Goethe

---

Il serait vaniteux de tenter de comprendre les ressorts intimes de la répulsion allemande pour accepter une politique monétaire complaisante, malgré l'évidence de sa nécessité, au regard de la récession que nous traversons.

On pourra invoquer la peur de l'hyperinflation, en référence à la République de Weimar. On évoquera aussi le fait que l'unification allemande fut structurée par l'adoption progressive d'une monnaie unique, tant au dix-neuvième qu'au vingtième siècle, lors de l'échange à parité des marks de l'Est contre des marks de l'Ouest.

Pourtant, il me semble qu'il faille plonger plus profondément dans la sociologie allemande. Je citerai deux points de référence, intimement liés par leur trame religieuse.

Il y a tout d'abord l'influence du luthérianisme, c'est-à-dire du protestantisme allemand, qui a temporalisé la monnaie. Cet arrière-plan théologique pourrait expliquer pourquoi la dette est malsaine (le même terme allemand signifie à la fois « dette » et « faute »). Ceci s'oppose au catholicisme, qui a entretenu la subordination de la monnaie par rapport aux valeurs spirituelles, rendant la dépréciation monétaire acceptable. C'est ainsi que la monnaie allemande se réévalue, tandis que les monnaies du sud de l'Europe catholique se déprécient ou se dévaluent.

Selon de nombreux auteurs, le capitalisme serait né au seizième siècle au sein des milieux de confession protestante. C'est l'esprit austère du luthérianisme qui aurait engendré l'économie de marché moderne. Le protestant ne consomme pas sa richesse, ce qui ouvre la voie à la démultiplication commerciale du cycle de l'épargne et de l'investissement, à l'opposé de la thésaurisation stérile, incidemment elle-même contraire à la parabole des talents. Dans cette parabole, un maître chasse un serviteur qui n'a pas voulu faire fructifier un talent (qui constituait un étalon monétaire, mais qu'on peut interpréter comme une capacité professionnelle).

La parabole des talents est souvent interprétée par les protestants comme un principe de responsabilité : il faut faire fructifier ce que Dieu a confié à l'homme. Celui qui a reçu davantage a une plus grande respon-

sabilité pour faire fructifier le talent. Le désir d'être pauvre est condamnable et il n'y a pas de sanctification par les œuvres.

Le catholicisme est fondé sur la repentance, qui ramène aux fautes passées, tandis que le culte réformé est, pour partie, basé sur la notion de prédestination, ce qui suppose une preuve par le futur, puisqu'il convient de prouver, par le travail, qu'on est à la hauteur de la destinée prévue par Dieu. En ce sens, la réussite matérielle conforte et confirme l'élection divine.

La seconde référence sociologique allemande qui s'inscrit dans la trame de la rigidité monétaire de ce pays se situe peut-être dans *Faust*, rédigé par Goethe et lecture obligatoire. Là aussi, il y a une référence religieuse, puisque Méphistophélès représente le diable. Dans le second *Faust*, on observe que la création de la monnaie papier est un acte démoniaque qui lui enlève toute valeur et apporte la ruine, puisque la monnaie n'est plus gagée que par elle-même. Pour Goethe, l'inflation est une malédiction diabolique.

Ces quelques paragraphes ne sont que des références accessoires, mais elles ont peut-être contribué à façonner une méfiance collective quant à la vision latine et catholique de la monnaie.

Ceci ramène à l'idée que l'euro est peut-être un artéfact contre nature, puisqu'il ramène à la rupture confessionnelle du seizième siècle, dont le prétexte fut, entre autres, la tarification des indulgences.

Luther et le pape qui l'a excommunié, Léon X, n'auraient probablement pas signé le Traité de Maastricht.

*L'Écho*, blog, février 2013

## Quarante années d'indécisions

---

Aux mêmes maux, les mêmes erreurs? À quarante années d'intervalles, un confus pressentiment se propage, celui d'une même résignation devant des bouleversements économiques d'envergure mondiale.

Au début des années septante, le premier choc pétrolier fut considéré comme une périπέtie conjoncturelle, sans que ses conséquences socié-

tales fussent correctement appréhendées. Pourtant, il coïncidait avec la mutation d'une société industrielle en une économie de services. Les gouvernements de l'époque étaient imprégnés de la suprématie du politique sur la sphère économique. Ils décidèrent qu'une politique de déficit budgétaire compenserait la perte de pouvoir d'achat entraînée par un pétrole cher et un dollar faible depuis la fin des accords de Bretton Woods en 1971. En un mot, on confondit stratégie avec tactique et mutations structurelles avec péripéties conjoncturelles.

Les années septante annonçaient deux décennies de cendres et de clous. Toute une génération se souvient de la suite : un déficit budgétaire à deux chiffres et une spirale inflationniste cyclonique. L'endettement fédéral se creusa par un phénomène de siphon, conduisant à l'effet « boule de neige » de la dette publique. Le franc belge fut soumis à de brutales pressions, conduisant à la mémorable dévaluation de février 1982.

Après les désastreuses années des gouvernements Tindemans et Martens I à IV, le pays fut en état de faillite virtuelle. Au début des années nonante, la dette publique atteignit 130 % du P.I.B. et il faut attendre 1993 avant que les partenaires sociaux admettent la perte de compétitivité. Du fait de quelques années de tâtonnement politique, une génération de croissance économique fut perdue.

Finalement, ce fut l'entrée dans la zone euro qui contraignit à une discipline financière que le Royaume n'avait pas réussi à s'imposer. À partir des gouvernements Dehaene et Verhofstadt, la dette publique commença à baisser, donnant lieu à un assouplissement fiscal en matière d'impôts des personnes physiques et des sociétés.

La leçon des années septante tient en quelques mots, au risque de choquer certains thuriféraires des politiques collectivistes : la sphère politique est subordonnée aux évolutions économiques, à tout le moins en termes de stimulation économique. C'est d'autant plus vrai pour un petit pays immergé dans une économie mondialisée aux forces gravitationnelles d'une densité inconnue.

Quel parallèle tirer avec l'année 2013 ? *A priori* aucun, car la situation économique est structurellement différente. Mais si l'histoire ne se répète jamais, elle commence à rimer. Les années septante, comme notre période, étaient caractérisées par une mutation structurelle de l'économie.

Nous avons aussi compris que nous étions devenus un petit pays. D'ailleurs, la mondialisation, c'est l'économie de marché généralisée. Cette crise est donc un avertissement qu'il faut décoder. Le marché a annoncé l'immersion dans un univers plus volatil. C'est une pénétration brutale dans l'instantanéité de l'économie de marché.

Pour le Royaume, l'année 2013 a sonné le tocsin d'une nouvelle guerre économique. Et où sera le peloton belge dans ce plan de bataille? Pourra-t-il désertier la conscription? Sera-t-il un guetteur résigné et désespéré ou un stratège inspiré? La Belgique pourra-t-elle éviter l'obstacle des réformes structurelles qui assureront la croissance de demain? La réponse est négative.

Certains imaginent que le *statu quo* économique est souhaitable et justifié par les réflexes des années septante. Comme s'il existait un état stationnaire qui constituerait le point d'équilibre de l'économie, rendrait l'avenir prévisible et rassurerait la plupart des agents économiques européens. Cette vision du monde est utopique. La Belgique devra inéluctablement ajuster le curseur de ses systèmes de redistribution au regard de son degré de compétitivité mondiale. L'ouverture des marchés est inéluctable, mais sera source d'ajustements et de frictions.

Croyions-nous que nous pourrions nous réfugier dans une économie de rentiers? C'est la responsabilité de tous les décideurs de ce pays de poser ces questions et d'admettre l'envergure des mutations de nos communautés. La génération de la crise des années septante, désormais aux postes de responsabilités, sera assignée à un devoir d'inventaire.

*Trends*, juin 2013

## Wilson, Roosevelt, Reagan et Obama

---

Après les crises, il y a toujours un besoin de rangement sociétal. Ce fut le cas dans les années trente, lorsque la spéculation à Wall Street fut désignée comme la coupable de tous les maux. Les banquiers étaient alors qualifiés de *banksters*.

À cette époque, de nombreux régimes politiques furent fondés sur une moralisation national(ist)e axée sur l'homogénéisation des contributions à l'État. Ce fut le cas en Italie, en France, en Allemagne, mais aussi aux États-Unis, où le New Deal de Roosevelt conduisit à une politique de stimulation keynésienne couplée à des taux d'imposition très élevés et à une semi-confiscation de l'épargne détenue par les particuliers.

En Europe, on sous-estime gravement l'impact qu'eut la Grande Dépression des années trente sur la population américaine. Notre perception est, en effet, biaisée par le fait que la crise des années trente fut subordonnée à la Seconde Guerre mondiale, que les Américains traversèrent sans invasion de leur territoire.

La plupart des mesures imposées par Roosevelt furent finalement levées dans les années septante.

En 1980, Reagan est élu sur la base d'un programme ultra-libéral, mais surtout d'une dissociation sociologique avec les années grises des guerres du Vietnam et de Corée. Au moment de l'élection de Reagan, l'économie américaine suffoquait pourtant sous les chocs pétroliers et la mutation de l'économie.

Quand on examine le vingtième siècle américain à l'aune des orientations politiques des différents présidents, trois noms émergent.

Il y eut Woodrow Wilson (Président de 1913 à 1921), qui assimila le libéralisme économique à une doctrine morale.

Ensuite, Franklin Roosevelt (Président de 1933 à 1944) socialisa l'économie américaine dans le cadre de son New Deal.

Ronald Reagan (Président de 1981 à 1989) tourna la page de Wilson au travers d'une financiarisation populaire de l'économie.

Barack Obama tournera probablement celle de Reagan.

*L'Écho, blog, janvier 2013*

## See you on the dark side of the moon

---

Malgré les premiers jours du printemps, il m'arrive souvent de penser aux années septante. Ce fut la décennie maudite de notre pays, frappé par deux chocs pétroliers et une déconfiture industrielle sans précédent. L'Expo 58 de la Belgique coloniale paraissait à portée de main et pourtant, la poussière grise des usines rouillées et désaffectées assombrissait le paysage.

Les moralistes de l'époque ont juxtaposé des solutions conjoncturelles à des glissements structurels. Et de nos jours, l'esprit informé ne peut le ressentir qu'avec accablement, tant les conséquences des années septante représentent des occasions manquées. Chez les quinquagénaires, ces années renvoient à une insouciance crépusculaire.

Au niveau politique, aussi, ces années furent indécises. Nos gouvernants n'avaient pas compris la mutation économique. À l'époque, on parlait encore de secteurs nationaux, qu'il fallait gérer de manière planique et à coups de subsides, au prix de négociations communautaires dont on a vraiment pris l'envergure trente ans plus tard. Le développement technologique a perturbé le modèle rhénan, fondé sur un cycle de croissance long et une prévisibilité des agrégats économiques.

Les années septante, c'est donc la décennie de la transition. La mutation du secteur manufacturier en une économie de services. Les ingénieurs des usines allaient céder le pas aux financiers. On se souvient des noms des entreprises qui s'engloutiront dans des opérations de marché : Cockerill, les ACEC, l'Union minière et, bien sûr, la Générale de Belgique, dont l'O.P.A. fit brutalement entrer notre pays dans le capitalisme moderne.

La septième décennie du dernier siècle restera suspendue entre deux époques. Elle est inaccomplie et presque en apesanteur. Elle ramène à une Belgique d'avant, plus tout à fait celle d'après-guerre, mais encore aux couleurs trop ternes pour qu'elles en soient modernes. Et finalement, c'est bien le rapport au temps et à l'avenir qui s'est irréversiblement modifié dans les années septante. Le temps et l'économie ne seront plus capitalisés du passé vers le présent, mais plutôt actualisés du futur vers le présent.

L'année 2013 ressemble à cette lente dérive. Après un début de siècle d'économie heureuse, 2013 est un lent naufrage d'une économie qui s'abîme. D'une économie qui n'a pas compris la versatilité des pôles de croissance ni les immenses forces économiques qui, silencieusement, se mettent en place à l'autre bout du monde.

La guerre économique est déclarée : les pays du nord du planisphère qui ont vécu à crédit sont aujourd'hui confrontés à la finitude de leur modèle d'endettement.

Un rééquilibrage des termes de l'échange, comme celui traversé pendant les années septante, doit être anticipé. Il est à craindre qu'il soit opéré au détriment des pays en développement tant que l'endettement structurel des pays développés ne sera pas suffisamment résolu.

Que croyait-on ? Que la Belgique allait pouvoir être indéfiniment le passager clandestin d'une croissance économique stimulée par ses partenaires économiques ? Que nos systèmes fiscaux et parafiscaux, fondés sur un effet d'optique et une conjoncture d'aubaine d'après-guerre, allaient nous permettre de traverser sans encombre les aléas des cycles économiques ?

À l'époque, Pink Floyd chantait *Time and Money*.

Et disait aussi : « See you on the dark side of the moon. »

*L'Écho, blog, mars 2013*





# Le chemin de pénitence de l'euro

## Quatre ans de perdus

---

Notre Premier ministre a choisi un journal anglo-saxon pour porter un message qui constituera le probable point de rupture de sa législature : il va falloir assouplir les mesures d'austérité, qui entraînent l'Europe dans une spirale infernale.

En d'autres termes, l'objectif de retour à l'équilibre budgétaire en 2015 (qui ressortissait incidemment aux mirages politiques) sera abandonné.

C'était prévu, donc prévisible.

C'est aussi une inflexion du message gouvernemental belge. En effet, il y a moins d'un an, le ministre du Budget rappelait que moins il y avait de croissance, plus il fallait imposer des mesures d'austérité.

Ce postulat incongru (puisqu'il entraîne une contraction ultérieure de l'économie) ne fut pas suffisamment dénoncé.

Il l'est aujourd'hui par notre Premier ministre, et c'est tant mieux.

Mais que de temps perdu !

Quatre ans !

Il aura fallu quatre ans pour se rendre à l'évidence : les politiques d'austérité sont mortifères en période de récession.

Et pourtant, cette leçon de l'histoire, que je rappelle dans ce blog depuis des années, est l'évidence même.

Les années trente (Hoover aux États-Unis, Brüning en France, Laval en Allemagne, etc.) l'ont illustré dans tous les pays occidentaux. Il n'existe aucun exemple de reprise économique fondée sur l'austérité. Il est même démontré que la dette publique augmente avec des politiques d'austérité. Au reste, il n'existe aucun exemple historique d'hyperdéflation.

Tous les économistes avertis l'avaient proclamé. Même le F.M.I. a fait récemment aveu d'erreur de jugement : la gravité de la récession exige d'assouplir les objectifs d'inflation (c'est-à-dire de faire tourner la planche à billets).

Désormais, on constate que tous les pays influents se lancent dans une politique monétaire expansionniste visant à affaiblir leur monnaie, tout en profitant de taux d'intérêt bas.

Même le Japon a décidé d'augmenter ses objectifs monétaires, faisant tourner la planche à billets. C'est peut-être l'amorce d'une guerre des devises, qui refléterait une cascade de dévaluations compétitives.

Mais, dans ce scénario, l'Europe ne peut pas être pénalisée par une devise forte qui contracte l'économie.

Le message d'Elio Di Rupo sera entendu, car il s'inscrit dans une mutation idéologique à laquelle l'Allemagne est désormais confrontée.

Il finira par conduire à un relâchement des politiques de rigueur, devenues explosives dans les pays du sud, et à une forte pression exercée sur la B.C.E. pour faire tourner la planche à billets afin d'affaiblir l'euro et de susciter une inflation mesurée, qui sera salvatrice.

J'ai une intuition, devenue conviction, depuis le début de cette crise : l'étiage des dettes publiques est trop élevé pour espérer une quelconque reprise d'un contrôle des déficits budgétaires. Au stade de gravité de la crise où nous sommes, la réponse résignée n'est plus budgétaire mais monétaire, c'est-à-dire qu'elle se situe dans l'augmentation de l'offre de monnaie et donc l'inflation modérée.

*L'Écho, blog, janvier 2013*

---

## Les échos de l'histoire profonde

---

Quelle sombre alliance le Latin et le Germain ont-ils voulu conclure au travers de la monnaie unique ?

Quelles voix des sentinelles de l'histoire se sont-elles perdues dans des échos étouffés ?

S'agissait-il de retrouver, au travers de la monnaie, le même prix du temps et de l'argent, dont la mesure avait consommé la rupture entre Luther et Léon X, qui l'excommunia ?

L'euro serait-il une protestation contre un schisme séculaire ?

Une recherche de l'harmonie catholique perdue au seizième siècle ?

Fallait-il attendre la sécularisation de nos communautés pour pouvoir parler de monnaie, d'unité de temps et d'intérêts communs ?

Ce n'est pas exclu. Et ce n'est pas une coïncidence si aucune tentative d'union monétaire préalable à l'euro ne rassembla la France et l'Allemagne.

Pourtant, il y a quelque chose d'extraordinaire dans cette union monétaire, dont la somptuosité sans joie se perd dans la récession.

La véritable vision politique n'était-elle pas que ce projet monétaire n'aboutisse jamais afin que la discipline du chemin soit plus exigeante que l'éphémère jubilation d'avoir atteint une destination politique ?

Ne fallait-il pas conserver le système d'alignement ajusté des cours de change, tel qu'il fut mis en place entre 1979 et 1999 ?

L'euro n'aurait-il pas dû rester inaccessible et imminent plutôt que d'être consommé ? Nous avons oublié que l'Europe n'est riche que de sa dispersion.

Ces questions resteront sans réponse. Seules comptent la paix et l'harmonie entre les peuples.

Le vrai risque, c'est l'hécatombe monétaire et sociale. Espérons qu'elle nous soit évitée au travers d'un relâchement de cette rigueur monétaire qui ne relève désormais plus que du symbole suranné.

Car une chose est certaine : une monnaie reflète, plutôt qu'elle ne discipline, des économies dissemblables. Au-delà des unions sacrées et autres postulats d'intangibilité, cette constatation est la seule véritable leçon de l'histoire.

*L'Écho, blog, avril 2013*

## La quatrième guerre franco-allemande

---

Le couple économique franco-allemand dérive dans la mélancolie et la résignation. Mais faut-il s'en étonner ?

Ce couple ne fut-il jamais autre chose qu'une inflexion historique imposée par les Américains au terme de trois guerres (1870-1914-1918 et 1940-1945) ?

C'est la nécessité de la paix qui unit ces deux pays que tout oppose : la religion, le rôle de l'État, la géographie, la densité politique, la centralisation ou, au contraire, la fédéralisation décisionnelle.

Au fond, que partagent Voltaire et Goethe, la fille aînée de l'Église et le foyer de la Réforme luthérienne, si ce n'est une frontière commune ?

Aujourd'hui, une monnaie unit ces deux pays.

Mais, même dans ce domaine, les profondeurs des âmes sont contraires.

En France, la monnaie n'est qu'un outil régalien, secondaire par rapport aux valeurs morales découlant de la trame catholique. Sa dévaluation est le reflet de sa subordination à l'exercice du pouvoir.

En Allemagne, par contre, la monnaie est fondatrice. Sa préservation ressortit à la nature des biens publics, suivant la déspiritualisation luthérienne du temps.

En d'autres temps, la France aurait déprécié sa monnaie. De nos jours, elle n'a d'autre choix que de s'imposer une dévaluation interne, c'est-à-dire un appauvrissement collectif destiné à retrouver une compétitivité comparable à celle de l'Allemagne.

Un jour, la communion monétaire risque de se transformer en déréliction budgétaire.

Ce jour-là, la question existentielle de l'euro sera posée.

Au cours de l'année 2008, en pleine déflagration bancaire, combien ne se sont pas levés pour exiger un nouvel ordre monétaire et une humanisation du capitalisme qui aurait replacé l'humain au centre de l'économie marchande ? Nombreux furent les prophètes invoquant le retour à des solidarités anciennes qu'ils avaient pourtant omis d'esquisser lors des périodes de croissance.

On se souvient aussi de ces prédicateurs oscillant entre l'appel à une nouvelle économie purifiée dans l'eau lustrale de la crise et la déréliction des injustices sociales.

Je suis toujours resté circonspect devant ces flots de bons sentiments, dont l'évocation circonstancielle m'est apparue suspecte.

Les mêmes que ceux qui s'émouvaient sont ceux qui plaident, de nos jours, pour la rigueur et l'austérité. Parlons-nous bien du même renouveau moral, alors que nous confortons notre épargne dans une monnaie trop forte pour être soutenable dans des pays du sud ?

*L'Écho, blog, avril 2013*

---

## Et si l'euro devenait un mauvais rêve ?

---

Depuis le début de la crise de l'euro, deux risques m'apparaissent sous-estimés.

Le premier est d'ordre monétaire. Il est en effet admis que l'euro a été adopté sans que la zone euro soit préparée à être une zone monétaire optimale, caractérisée par une décroissance du rôle des États, une harmonisation budgétaire et fiscale, et une mobilité des travailleurs.

En d'autres termes, la monnaie unique était plutôt un postulat politique qu'une réalité monétaire.

La question se pose donc de savoir si la monnaie, en tant que telle, suffira à absorber l'absence de fondements économiques de sa propre existence.

Si ce n'est pas le cas, il faudra considérer une dislocation de la zone euro ou, au mieux, une augmentation de la création monétaire par la B.C.E. afin que l'économie soit fluidifiée.

L'absence de réalité économique de l'euro risque donc de conduire à sa fissuration ou à l'effritement de son pouvoir d'achat.

Le second risque est de nature sociale.

L'euro n'est plus un projet socialement fédérateur et il est même source de profonds ressentiments sociaux dans les pays du sud.

L'atténuation de ce risque social était opérée, dans le passé, par le nationalisme monétaire et la discipline de la dévaluation.

Or ces outils ne nous sont, aujourd'hui, plus accessibles. En rigidifiant la monnaie, on doit, en effet, accepter que d'autres paramètres deviennent mobiles.

Il est donc théoriquement possible que l'euro devienne, par l'absence de possibilité d'ajustement monétaire, un facteur de déstabilisation sociale. Autrement dit, le nationalisme politique pourrait devenir un substitut à un nationalisme qui, auparavant, n'était que monétaire. Si cette réalité se confirmait, ce serait un grave échec, car la forme de l'ajustement social est imprécise : il pourrait s'exprimer de manière sociale, générationnelle, nationaliste, etc.

L'année 2013 demandera donc probablement un ajustement du paramètre social et/ou monétaire.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## Un pont trop loin

---

La monnaie unique se situe peut-être au-delà du degré d'unification que l'Union européenne était capable de tolérer.

Un élément me préoccupe : si le postulat d'une Europe budgétaire avait été convaincant, il est évident que cette dernière aurait été formée. Or il n'en est rien. L'Europe budgétaire s'est limitée à subsister dans un état embryonnaire.

Si la conviction d'une union fiscale avait été acquise, la crise souveraine en aurait été le déclencheur. Or, dans ce domaine non plus, aucun progrès significatif n'a été constaté.

D'aucuns argumenteront que des mesures monétaires ont été prises. C'est vrai, mais ces mesures visent exclusivement à sauver l'euro et à faciliter le financement des dettes souveraines, sans pour autant mutualiser les finances des États membres.

Ceci ramène à l'intuition que l'Union européenne ne pourrait peut-être tolérer qu'un niveau réduit – de 5 %, de 10 % ? – de perte de souveraineté de ses États membres.

L'Europe n'existant en paix que par le respect de ses différences, peut-être est-il même indispensable de ne pas dépasser ce seuil de perte de souveraineté, afin de conserver les génomes de chaque peuple ou État.

Mais alors, n'est-on pas allé trop loin avec l'euro, qui est une intégration monétaire totale, rendant impossible l'expression des différences économiques étatiques ?

Exprimé sous un autre angle, l'euro ne va-t-il pas conduire les États membres à exprimer leurs différences par des facteurs qui ne sont ni monétaires, ni fiscaux, ni budgétaires, c'est-à-dire par des ressentiments sociaux, nationalistes ou populistes, comme certains le pressentent ?

Si c'était le cas, c'est que l'euro serait un facteur de désintégration européenne, au motif que l'unicité de la monnaie serait devenue intolérable.

Si l'euro est effectivement une étape trop lointaine et une contrainte trop coercitive dans le processus d'harmonisation européenne, alors on doit se poser une autre question : l'impossibilité technique d'un retour aux devises nationales n'entraîne-t-elle pas une nationalisation progressive de nos économies ?

En effet, l'obligation technique de maintenir l'euro, conjuguée à la nécessité de financer les dettes publiques, elles-mêmes entraînées par le poids grandissant de l'État dans le P.I.B., conduit à une collectivisation progressive.

D'ailleurs, le pourcentage d'intervention de l'État dans le P.I.B. augmente chaque année.

Il est de près de 60 %.

Même si les économies qui rebondissent ou sont en développement adoptaient un modèle capitaliste, l'Europe devrait peut-être choisir temporairement un modèle de socialisme de marché.

C'est troublant de constater que l'euro, dont on a cru qu'il était un choix d'économie libérale, s'avère être une étape vers l'harmonisation étatique, sous réserve de son assentiment démocratique.

*L'Écho, blog, décembre 2012*



## L'euro : politiquement intangible, économiquement fissuré

---

De nombreux responsables politiques affirment que l'euro est intangible.

Comme la monnaie unique s'avère avoir été un postulat politique plutôt qu'une réalité économique, il faut adhérer à cette affirmation, malgré le scepticisme croissant qui anime la communauté des économistes.

Mais imaginons qu'à un moment, certains pays du sud de l'Europe témoignent de foyers de contestation animés par des populations au chômage qui assimileraient les mesures d'austérité à une conséquence directe de la monnaie unique.

À ce moment, on relâcherait immédiatement les contraintes budgétaires liées aux pactes européens et autres règles d'or, car personne ne pourrait tolérer qu'une population soit asservie à la rigidité d'une monnaie.

D'aucuns diraient alors que les mesures d'austérité contestées sont invalidées, puisqu'uniquelement liées à une affirmation politique, et qu'en matière politique, la rue n'a pas toujours raison, mais on n'a pas raison contre la rue.

Alors, on se rappellera qu'un ordre social homogène ne peut pas être fondé sur une monnaie, car cette dernière doit d'abord correspondre aux réalités économiques.

Et on dira que les forces économiques, et surtout l'hétérogénéité des peuples, sont plus fortes que les postulats politiques.

C'est pour cela que la survie de l'euro ne peut pas s'assimiler à une politique d'austérité en pleine récession.

Si tant est qu'un devoir moral soit associé à la pérennité de la monnaie unique, c'est au travers d'un relâchement de l'austérité budgétaire et d'un assouplissement monétaire.

*L'Écho*, blog, janvier 2013

## Si l'Espagne sociale explose, on fait quoi ?

---

Bien sûr, il y a cette sentence définitive que le Chancelier impérial Bismarck aurait prononcée : « Les nations n'ont pas d'amis, mais uniquement des intérêts. »

Pourtant, imaginons qu'en avril ou juin de cette année, l'Espagne constate qu'elle s'enfonce un peu plus dans la récession après des trimestres de baisse du P.I.B.

Imaginons que la chute des salaires (de l'ordre de 8 % à 10 % depuis le début de la crise), conjuguée à un taux de chômage de 26 %, soit plus de 6 millions de chômeurs (un niveau qui n'avait plus été atteint depuis la dictature franquiste), une demande intérieure en baisse sévère et l'absence de perspectives deviennent insupportables ?

Imaginons qu'on réalise qu'un chômage de plus de 50 % chez les jeunes est la négation d'un avenir ou de tout espoir de prospérité à moyen terme.

Imaginons que la classe moyenne continue d'être désagrégée et reste empêtrée dans des problèmes d'endettement hypothécaire qui sont devenus insolubles, malgré une économie en noir de l'ordre de 20 % ?

Imaginons que la dévaluation interne, qui consiste à appauvrir le pays afin d'espérer en stimuler les exportations (ce qui se confirme d'ailleurs), conduise à un sentiment d'iniquité ?

Imaginons qu'en avril ou en juin, ainsi que des sociologues espagnols le prédisent, le mur de papier entre une relative paix sociale et des éruptions de contestations sociales s'enflamme, que va-t-il se passer ?

Ce jour-là, d'aucuns rappelleront, à juste titre, que ce n'est pas l'endettement public qui a causé la perte de l'économie espagnole, mais bien l'explosion d'une bulle immobilière, elle-même induite par les taux d'intérêt bas que l'euro permettait.

Mais ce jour-là, d'autres invoqueront la détresse d'un peuple et l'impossibilité de surmonter une crise sous des mesures d'austérité et de rigueur imposées par les autorités européennes, qui exigent un retour théorique, car improbable, à l'équilibre budgétaire en 2015, alors que tout économiste en herbe sait que l'austérité conduit, dans nos communautés, à une augmentation de l'endettement.

Bien sûr, ce jour-là, on assouplira d'urgence les mesures d'austérité, mais ce sera trop tard. La B.C.E. interviendra pour refinancer l'Espagne, dont les taux d'intérêt auront augmenté, mais ce sera avec réticence et peur d'un effet de contagion.

Ce sera peut-être trop tard, car la vindicte populaire sera aveugle et considérera qu'un retrait des mesures d'austérité disqualifie, *a posteriori*, leur bien-fondé politique et que cette aumône est accessoire par rapport à l'appauvrissement collectif.

Ce jour-là, l'ordre public sera peut-être perturbé. D'aucuns rappelleront que sans l'euro, la devise nationale espagnole aurait été disciplinée par la dévaluation et que, finalement, une monnaie trop forte n'était pas adaptée à une rue qui se rebiffe.

Ce jour-là, on se rappellera que la rue n'a pas raison... mais qu'on n'a pas raison non plus contre la rue.

Ce jour-là, l'économie espagnole risque de se situer dans des géographies socio-politiques inconnues.

*L'Écho, blog, janvier 2013*

---

## Euro : d'une erreur à l'autre

---

Parfois, je m'interroge sur la manière dont la B.C.E. gère la monnaie unique. Il y avait déjà eu la période pendant laquelle Jean-Claude Trichet a officié et au cours de laquelle il a plaidé pour l'austérité et la rigueur, jusqu'à augmenter, au début 2011, les taux d'intérêt de la B.C.E. alors que la tempête de la monnaie unique se levait.

Depuis, le président de la B.C.E. a temporairement sauvé la cohérence de la monnaie unique, mais dans le cadre d'un plaidoyer pour l'austérité qui entraîne des pans entiers de l'économie du sud dans la récession.

Toutes les économies développées ont décidé d'assouplir leur politique monétaire (États-Unis, Royaume-Uni, Japon, Chine, etc.), ce qui conduit à renforcer la force relative de l'euro.

Or tout le monde l'a compris : il faut un euro plus faible, que ce soit tant pour stimuler la croissance que pour aider les économies du sud de notre continent.

Tant Jean-Claude Juncker que Pierre Moscovici tirent la sonnette d'alarme au sujet de la politique restrictive de la B.C.E., qui conduit à étouffer notre potentiel d'exportation.

On devrait les écouter.

*L'Écho, blog, février 2013*

---

## Un euro fort est toxique

---

L'économie est une immense fosse commune d'idées inutiles.

Certains économistes se réjouissent du fait que l'euro s'apprécie par rapport à de nombreuses autres devises, dont le dollar. Cette jubilation relève d'une trame connue : il faut une monnaie forte pour discipliner l'économie et forcer, à coups d'austérité et de plans de rigueur, une re-conversion vers des lendemains plus heureux. Ces mêmes commentateurs, aux référentiels des années nonante, sont ceux qui adossent une moralisation rédemptrice aux mesures budgétaires et monétaires de sortie de crise.

Je crois qu'ils ont tort. Et même gravement tort.

Ils se trompent, car le monde occidental est gorgé de dettes publiques.

Bien sûr, on argumentera que l'État doit se discipliner et qu'il faut baisser les dépenses publiques et dompter la dette publique, devenue insoutenable.

Il faut un État plus flexible et dégorgé de ses inefficacités.

Mais pas maintenant.

Pas au milieu de la pire crise depuis près d'un siècle.

De manière très paradoxale, c'est maintenant qu'il faut accepter une certaine complaisance étatique. Concrètement, cela signifie de relâcher les mesures d'austérité et de s'accommoder d'un déficit public. Il faudra accepter aussi de s'engager dans la guerre des monnaies, plutôt que de

rester un observateur des lignes arrière. Cette guerre des monnaies est, en soi, nuisible, car elle s'accompagnera d'une vague d'inflation. Pourtant, il sera nécessaire de s'y engager pour diluer les dettes colossales qui freinent la croissance économique.

Ceux qui plaident pour une monnaie forte devraient savoir qu'une devise surévaluée conduit à alimenter la récession et le chômage.

*L'Écho, blog, février 2013*

---

## La guerre des monnaies est déclarée

---

Le G20 vient d'affirmer qu'il n'y aurait pas de guerre des monnaies. En d'autres termes, les grands argentiers postulent que les grandes zones monétaires ne vont pas se lancer dans une course aux dévaluations. Une dévaluation vise à affaiblir son propre cours de change afin de retrouver un certain pouvoir concurrentiel sur les marchés extérieurs, tout en contractant ses importations. Il s'agit donc de promouvoir les entreprises domestiques exportatrices. Les dévaluations sont souvent qualifiées de concurrentielles si elles s'inscrivent dans un mouvement en cascade où chaque zone monétaire tente de prendre les autres de vitesse. Les dévaluations concurrentielles ont bien sûr un coût, puisque la finance est un jeu à somme nulle : c'est l'inflation qui est importée. L'histoire recense quelques exemples de dévaluations concurrentielles, dont celle des années trente : la plupart des pays ont tenté de s'extraire de la récession en dépréciant frénétiquement leur monnaie.

Je tire quelques intuitions de cette affirmation du G20 :

1. tout d'abord, les grandes zones monétaires se sont évidemment lancées dans de feutrées dévaluations concurrentielles. Face à la récession, les banques centrales font tourner la planche à billets. C'est essentiellement le cas aux États-Unis (avec son *quantitative easing*), en Chine (qui sous-évalue sa monnaie, toujours non convertible), au Royaume-Uni et, plus récemment, au Japon. Le cas du Japon est d'ailleurs exemplatif : les autorités ont sciemment choisi d'affaiblir (avec succès) le yen pour

stimuler les exportations, tout en tentant de faire augmenter l'inflation domestique japonaise, qui est trop faible;

2. l'Europe répugne à rejoindre une guerre généralisée des monnaies, au motif qu'une devise forte est disciplinante. C'est peut-être vrai, mais cela alimente la déflation et la récession. Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si certains gouvernants européens (France, Espagne, etc.) revendiquent une politique monétaire moins rigide. Le véritable risque d'une guerre des monnaies est de ne pas être enrôlé;

3. le problème central de nos économies est l'envergure des dettes publiques et il est directement lié au problème des dévaluations concurrentielles, puisque le remboursement de la dette publique et la faiblesse d'une monnaie ont un point commun : la planche à billets;

4. on argumentera qu'une dette publique ne doit jamais être remboursée. Il n'empêche : plus les dettes publiques s'accumulent, moins leur remboursement devient crédible;

5. pour faciliter le remboursement de ces dettes, il faut augmenter l'offre de monnaie, c'est-à-dire faire tourner la planche à billets, en espérant que les taux d'intérêt ne reflètent pas trop rapidement les anticipations d'inflation entraînées par cette offre accrue de monnaie;

6. au reste, le message du G20 est très ambigu, puisqu'il s'interdit toute guerre des monnaies tout en reportant le remboursement des dettes publiques, devenues trop importantes;

7. cela signifie qu'au mieux, la vitesse des planches à billets va être synchronisée afin d'imprimer les monnaies au même rythme et qu'au pire, une guerre des monnaies sera déclarée. Son vainqueur en sera le pays qui aura suffisamment réduit le pouvoir d'achat de sa propre monnaie afin de relancer ses exportations ET de diminuer concomitamment le poids relatif de sa dette publique, qui sera refinancée avec une devise plus faible.

*L'Écho, blog, février 2013*

## Une monnaie ne discipline pas l'économie

---

Le pilotage des prochains mois va être très difficile à négocier dans la zone euro.

Il y a, bien sûr, la récession qui gangrène l'Europe tandis que la politique monétaire reste restrictive.

Dans cette Europe, il y a une inconnue : la France, dont les données fondamentales s'essoufflent et qui se décroche de l'Allemagne. De nos jours, la France n'est plus qu'un projet politique alors que l'Allemagne est une économie. Or la France, c'est le ciment de l'Europe continentale. C'est même le cœur de l'Europe latine. Ses orientations et performances économiques seront décisives.

Que penser, dès lors, de l'objectif européen de retour à l'équilibre budgétaire en 2015, mille fois proclamé ? Il n'est même plus symbole : il est fiction. Les pays faibles ne peuvent pas (et ne doivent pas) revenir à l'équilibre budgétaire au milieu d'une récession.

C'est sans doute à ce niveau que le débat idéologique se situe. Certains ont cru pouvoir utiliser la cohésion et la force de la monnaie pour disloquer certains équilibres sociaux. Sous un certain angle, ils ont raison de nous confronter à la finitude des impayables États-providence industriels des années septante.

Mais la monnaie est un phénomène trop fragile pour être contraignant.

C'est ainsi qu'à un certain moment, il faudra relâcher les contraintes budgétaires et monétaires avant que l'Europe ne s'effondre sous l'austérité. Le prix Nobel Stiglitz postule d'ailleurs que l'austérité européenne s'assimile à un suicide économique. Est-ce le cas ? L'avenir nous le dira, mais ce n'est pas exclu.

*L'Écho, blog, février 2013*

## Récolte monétaire ou révolte sociale ?

---

Ce qui se passe en Italie n'est pas moins anodin que le mouvement espagnol des indignés.

Jour après jour, nous nous rapprochons d'une confrontation idéologique inéluctable avec nos propres modèles socio-économiques. Cette confrontation va enflammer l'antagonisme naturel entre les facteurs de production « travail » et « capital », avec un foyer de conflit : la monnaie. En effet, le travail crée la richesse, mais la monnaie permet de l'accumuler.

Cette confrontation va révéler une contradiction qui relève de la schizophrénie. Partout, en Europe, nous avons endetté l'État au détriment des générations futures, en oubliant que les dettes de ce dernier sont les nôtres. En effet, l'État ne nous est pas exogène : il n'est que la transformation de nos flux financiers. La dette publique est donc consubstantielle à notre propre prospérité et à notre relation vis-à-vis de l'État.

Nous nous sommes empêtrés dans un marécage économique qui a consisté à nous endetter collectivement au travers de la dette publique (et donc à mettre en péril la monnaie) tout en diluant la nécessité d'encourager notre propre travail.

Nos États-providence ont donc conduit à une mauvaise chimie qui combine un endettement impayable et l'irrépressible exigence de transferts sociaux à notre propre bénéfice. En d'autres termes, tout se passe comme si l'endettement avait occulté la confrontation avec les exigences de l'économie de marché.

Les tensions sociales vont elles-mêmes être exacerbées par les exigences de l'euro, dont on réalise chaque jour que ce fut un choix politique aux fondations économiques incertaines. C'est ainsi que la rigueur allemande imposée à l'entièreté de la zone monétaire conduit cette dernière à une mort lente.

D'ailleurs, la confrontation idéologique des facteurs de production « travail » et « capital » va immanquablement conduire à devoir assouplir les exigences d'austérité budgétaire (dont tous les économistes conviennent que leurs effets sont contre-productifs en période de réces-



sion) et l'abstinence monétaire afin de diffuser une inflation modérée dans nos économies.

Mais qu'on ne s'y trompe pas : l'échec fatal des politiques de rigueur ne valide pas nos États-providence. Il en consomme la finitude puisque ces mêmes États-providence ont servi d'alibi à une croissance fondée sur l'endettement.

Et qu'on ne fasse pas l'apologie de futures éruptions sociales ou de revendications populistes, telles celles d'un farceur italien. Elles ne vont rien résoudre, sinon servir à alimenter la jubilation secrète de ceux que nos économies frustrant.

En effet, l'échec n'est pas celui de l'économie de marché, mais d'un manque de vision collective depuis quarante ans.

De nos jours, il est sans doute trop tard pour corriger une profonde dérive de nos finances publiques. L'austérité n'y arrivera pas et une monnaie forte ne disciplinera pas les revendications sociales. Mais un chaos social ne résoudra rien, sinon à délester l'Europe de la crédibilité qu'elle perd jour après jour sur le front de la compétitivité.

La solution – qui est évoquée tous les jours par les plus grands économistes mondiaux – est un relâchement global des contraintes d'austérité et une politique monétaire plus inflationniste. Refuser cette évidence conduirait à s'exposer à des secousses sociales inutiles.

*L'Écho, blog, mars 2013*

---

## **Le déclenchement des hostilités monétaires**

---

La guerre des monnaies est déclarée et elle va s'amplifier.

En effet, cette guerre n'a pas uniquement pour objectif de stimuler les exportations de certains pays, comme le Japon.

Il s'agit d'imprimer de la monnaie en quantité suffisante afin de dégripper le circuit bancaire et surtout de déprécier l'étalon monétaire, c'est-à-dire la valeur de la monnaie elle-même.

Cette déclaration de guerre est la seule manière d'alléger le poids relatif des dettes publiques, devenues impossibles à rembourser par l'impôt. Cette guerre des monnaies utilise la monnaie pour déprécier la monnaie elle-même. C'est d'ailleurs intuitif : la monnaie n'étant qu'une expression relative des échanges, elle ne peut être attaquée (je devrais dire corrodée) que par elle-même.

Il faut donc s'attendre à une résurgence des hostilités monétaires, d'autant plus nécessaires que la croissance se tasse et aggrave le poids des dettes publiques.

*L'Écho, blog, mars 2013*

---

## L'affaire de Chypre

---

Malgré que Chypre soit un pays indépendant de la zone euro, son naufrage financier est un dégât collatéral de la banqueroute grecque.

À l'échelle européenne, l'économie chypriote est accessoire. Son sauvetage est pourtant riche d'enseignements, puisqu'il comprend un prélèvement autoritaire sur les dépôts bancaires, dont une quote-part va être remplacée par des actions des banques chypriotes. En d'autres termes, l'épargne des résidents chypriotes va être amputée afin de contribuer à la nationalisation du secteur bancaire local. C'est le prix que les épargnants locaux doivent payer pour bénéficier de la garantie de 100.000 € de leurs dépôts.

Il s'agit donc, à une échelle sismographique moindre, d'un scénario proche de celui qu'ont connu, après la Seconde Guerre mondiale, l'Argentine ou même la Belgique lors de l'opération Gutt. L'opération chypriote s'inscrit dans un contexte différent, puisque Chypre est une île et que les îles sont toujours plus fragiles monétairement que les continents.

On imagine aisément l'anxiété qui doit ronger les épargnants chypriotes devant des distributeurs de billets bloqués et des accès interrompus à leurs comptes en ligne. Un prélèvement bancaire sur les dépôts concrétise la situation démoniaque du manque de valeur intrinsèque de la monnaie, qui n'est désormais plus garantie que par elle-même

(puisque la monnaie symbolise la valeur plutôt qu'elle ne la concrétise), et de sa dématérialisation.

Mais il y a autre chose, de plus subtil, que je tente d'expliquer dans ce blog depuis trois ans : la crise de l'endettement public porte sur la remboursabilité d'un *stock* de dettes, qui est lui-même la contrepartie d'un *stock* de monnaie. En temps normaux, l'endettement public est contrôlé par le *flux* budgétaire, mais lorsque la dette atteint des plafonds trop élevés, c'est l'ajustement du *stock* de monnaie qui s'impose.

C'est ainsi que j'ai toujours évoqué une inflation modérée et sous contrôle afin d'apurer les dettes publiques. Ce qui est effectué à Chypre en est évidemment l'expression autoritaire et extrême, puisque les dépôts sont ponctionnés par les autorités publiques plutôt qu'érodés par une inflation.

La situation chypriote va créer une profonde onde d'inquiétude dans toute la zone euro. Il y aura, pour les épargnants européens, un avant et un après l'affaire de Chypre.

Une telle situation est-elle transposable en Europe du Nord ? Je ne le crois pas, car nos économies ont abordé le problème sous un autre angle : au lieu de ponctionner et de détruire l'épargne populaire, cette dernière est canalisée, au travers des banques et des compagnies d'assurances, vers le financement de l'État. En d'autres termes, l'abondance du financement de l'État est la garantie que ce dernier ne mette pas en œuvre des mesures de confiscation.

C'est d'ailleurs le fondement de l'Union bancaire, qui vise à ce que la Banque centrale européenne (le producteur de monnaie) supervise directement les banques (le circuit monétaire) afin d'assurer un financement adéquat des États (le consommateur final de la monnaie). Les banques ont elles-mêmes été placées sous un contrôle étatique prononcé, quand elles ne sont pas détenues, pour partie ou entièrement, par l'État.

Nos économies du nord de l'Europe règlent donc le problème de manière ordonnée et structurée.

Il n'empêche que l'affaire de Chypre souligne la précarité de la dématérialisation de la monnaie.

Cela me rappelle la chanson *Hotel California* des Eagles, de 1976 : c'est l'histoire d'un homme épuisé qui arrive dans un hôtel au milieu

du désert et qui découvre un monde ésotérique et hors du temps. Au moment de vouloir le quitter précipitamment, le concierge de l'hôtel lui explique :

« “Relax”, we are programmed to receive.

You can check out any time you like, but you can never leave. »

C'est un peu comme l'euro.

L'entrée est fastueuse.

Le maintien est parfois calamiteux.

La sortie en est désespérée.

*L'Écho, blog, mars 2013*

## Un curieux retournement de l'histoire

---

L'histoire des dettes publiques foisonne de répudiations d'emprunts publics et autres confiscations.

L'étonnant est même de... s'étonner de ces déconfitures d'État.

Celles-ci sont souvent associées à des changements de régimes politiques. L'histoire financière est jonchée de ruines et anéantissements, au milieu d'une alternance de flux et reflux d'euphories et de bulles spéculatives.

En 1917, année de la révolution bolchévique, la banqueroute de la Russie a, par exemple, laissé de profondes cicatrices dans la population française, au sein de laquelle des millions d'épargnants furent ruinés. Les tentatives de remboursement de cette dette russe furent nombreuses au cours du vingtième siècle, avant qu'elle ne soit définitivement radiée des cotes boursières.

Pour le remboursement des emprunts russes, c'est le premier siècle qui fut le plus long à attendre.

Aujourd'hui, à Chypre, ce sont certains dépôts bancaires qui sont confisqués afin de renflouer des banques qui ont trébuché sur des dettes souveraines grecques.

Quand on sait que les déposants russes sont nombreux à Chypre, que le parti communiste est dominant dans ce pays et que c'est une troïka, terme russe qui désigne un triumvirat, qui pilote les opérations de sauvetage financier, on se dit que c'est un curieux retournement de l'histoire.

*L'Écho, blog, mars 2013*

## En mai, fais ce qu'il te plaît

---

L'été 2013 sera-t-il celui du malaise social ?

Au sud de l'Europe et en France, de telles évocations semblent émerger. L'Europe est dans l'attente d'un projet et d'une gouvernance.

La monnaie est, pour certains, devenue un symbole de récession et d'austérité plutôt qu'un signe d'harmonie.

Je crains que nous ne réalisions trop tard que la rigueur allemande, transmutée en austérité budgétaire, soit incompatible avec la réalité sociale de pays qui s'effondrent sous le chômage. Celui-ci atteint 12 % de la population active. Ce chiffre ahurissant est la représentation numérique d'une profonde crise économique, au sein de laquelle les États ne peuvent plus agir par stimulation budgétaire, cohésion et force de l'euro obligeant. D'ailleurs, le Nord et le Sud divergent de plus en plus. Inflation et chômage bas au Nord, inflation et chômage élevés au Sud. Monnaie forte au Nord. Monnaie... trop forte pour le Sud.

J'appréhende que nous entrions dans des années sans croissance qui empêcheront un remboursement des dettes publiques.

Il faudrait repousser les échéances d'équilibres budgétaires (qui ne sont que *l'écho* lointain d'un modèle d'endettement public qu'il est impossible d'arrêter en pleine récession) et accepter, au travers d'une création monétaire accélérée, un euro plus faible.

J'ai, depuis quatre ans, l'intuition que l'ajustement se fera par l'étalon monétaire. Il sera peut-être déprécié dans tous les pays endettés afin de réétalonner l'endettement public sur une base dévalorisée.

Mais peut-être qu'un choc social devra être un préalable au déclenchement de cette solution monétaire.

Et puis, un jour, il faudra mettre en œuvre des solutions politiques plus fondamentales, avec un parlement et un gouvernement européens qui jouent un rôle communautaire.

Il faut toujours se méfier des débuts de siècle.

Et, depuis 1968, des mois de mai.

Après, les choses changent parfois brutalement.

*L'Écho, blog, avril 2013*

## Été 2013 : un gros grain économique ?

---

Le rôle de l'économiste n'est pas de mesurer la distance parcourue par la corde à nœuds, mais plutôt, telle une vigie, de monter sur un mât et de s'astreindre à l'exercice de vision des scénarios des futurs. Qu'importe, finalement, qu'il ne se souvienne de rien. Ses yeux fatigués par l'immensité des futurs confondent parfois les terres et les mers. Son intuition est son seul guide.

Au reste, la seule question qui se pose est celle de déceler les aboutissements plausibles d'une crise dont la finitude est indéfinie.

Mon intuition est que nous courons, les yeux ouverts, vers un ample ajustement socio-économique. Je n'en connais pas le foyer de déflagration, ni l'onde de destruction.

C'est tout un modèle qui montre sa fin : celui de l'État-providence, devenu un instrument de déresponsabilisation personnelle et collective.

Cet État-providence, né en France sous la deuxième République, en Allemagne sous l'Empire bismarckien et en Angleterre dans la logique de Beveridge, repose sur la croissance économique et la tolérance de son financement. Il est donc capable d'amortir des chocs conjoncturels, mais pas de triompher des inversions structurelles.

Trop d'État, trop de providence, trop d'État-providence.

Ce qui est navrant, c'est que la finitude de notre État-providence aura été consommée par une crise qu'il aurait dû aider à surmonter.

Sous cet angle, la crise économique engage la question existentielle de notre modèle.

Elle est systémique.

Les sources de la dérive sont anciennes : la construction d'un modèle d'État social qui n'a pas survécu à la plongée dans l'économie tertiaire, le maintien d'un tropisme local contraire à l'immersion dans la mondialisation et un manque de vision collective, conjugués à la perte de certaines contraintes morales associées à la vie en communauté.

Face à ces funestes réalités, la réponse à la crise économique me semble relever d'une trajectoire ambiguë. En effet, la crise de l'endettement conduit à empêcher toute politique de relance étatique et à faire suffoquer la croissance sous une austérité qui alimente le chômage. On applique donc un multiplicateur budgétaire négatif à la croissance, ainsi que le F.M.I. l'a récemment admis.

En d'autres temps, les États auraient dévalué leurs monnaies (au reste, peut-être de manière chaotique) afin d'ajuster le maintien des patrimoines à la faiblesse de l'économie productive. Malheureusement, les contraintes de l'euro nous coupent cette voie.

Alors, que va-t-il se passer ?

De nombreux responsables politiques s'attendent à une inéluctable tempête sociale et à des marchés financiers qui se déchainent.

Mais après ?

À mon sens, il faut, de manière constructive, mettre en œuvre plusieurs chantiers, qui relèvent de la morale commune :

1. le plus important est celui de la vérité des chiffres. Il est impossible d'alimenter le déni du réel, dont nous semblons tous éloignés. Il faut, par exemple, comprendre que la dette publique nous est consubstantielle. Elle n'est pas un facteur étranger à nos réalités financières individuelles. La dette publique, c'est la nôtre. Elle s'engouffre dans notre équation fiscale ;

2. il faut diminuer à tout prix, de manière structurelle, le poids de l'État dans l'économie. Ce dernier brasse déjà plus de la moitié de la ri-

chesse nationale. Cette nécessaire baisse du poids de l'État me semble constituer la contrepartie indispensable à ce que je pressens être un glissement naturel vers l'étatisation ;

3. il faut sortir des clivages traditionnels et repenser un contrat fiscal et social. C'est à ce niveau que les tensions seront les plus fortes : le travail voudra faire payer le capital par une capture des patrimoines et une dépréciation de l'épargne, tandis que le capital voudra maintenir son rendement à travers une absorption de la crise par le chômage.

Tout le monde aura raison et tort. Il faudra prendre de la hauteur.

*L'Écho, blog, avril 2013*

## **Sabordage monétaire ou sauvetage bancaire ?**

---

Nous croyions la zone euro à l'abri des banqueroutes souveraines et des confiscations étatiques de dépôts. Pourtant, nous avons percuté de plein fouet une autre réalité. Les exemples grec et chypriote nous rappellent que dans la sphère économique, au sein de laquelle l'expression des valeurs n'est que relative, il faut imaginer l'impensable.

La Belgique ou les banques belges ne sont bien sûr aucunement concernées par ces événements. Notre pays et ses institutions financières sont très robustes et extrêmement bien contrôlés. Mais pour certains pays du sud de l'Europe, le sabotage bancaire chypriote est peut-être la vision microscopique de la fin d'un certain monde monétaire.

Qui aurait pensé qu'en quelques jours, un pays membre de la zone euro reviendrait au contrôle des capitaux, à la confiscation des dépôts et aux autres restrictions contraires à la liberté de circulation de la monnaie ? Là-bas, quelles qu'en soient les raisons, la notion de propriété privée a été altérée. La monnaie elle-même, qui symbolise la valeur, a montré sa précarité, nonobstant le fait que Chypre n'aurait jamais dû rejoindre la zone euro. Chypre nous enseigne que le symbole monétaire est relatif et soumis au droit régalien de battre ou... d'effacer la monnaie.

Depuis la décision de mettre à contribution les gros déposants des banques chypriotes, le monde bancaire subit une mutation importante.



Auparavant, il était implicitement convenu que si une banque perdait ses capitaux propres (c'est-à-dire la mise des actionnaires), agissant comme un amortisseur destiné à protéger les déposants, les États interviendraient pour en injecter d'autres et agir en tant qu'actionnaires. La nationalisation, partielle ou totale, était donc l'aboutissement d'une déconfiture bancaire.

Les actionnaires apportent en effet les capitaux propres. Ils sont les copropriétaires de l'entreprise, dont ils espèrent des dividendes et plus-values en cas de revente de leurs titres. Mais en contrepartie de ces espoirs de rendement, ils sont les premiers à en absorber les pertes.

Ce n'est que lorsque les actionnaires perdent l'intégralité de leur patrimoine que les déposants commencent à être impactés négativement, c'est-à-dire ne récupèrent qu'une partie de leur patrimoine épargné.

Techniquement, les actionnaires supportent un risque de perte lorsque les choses tournent mal et protègent les déposants, qui ne viennent qu'en second rang, après que le capital de la banque a été entamé. C'est d'ailleurs aussi pour protéger les épargnants que les États se substituaient aux actionnaires des banques en cas de perte de solvabilité, avec le corollaire que certaines d'entre elles ont pris des risques excessifs en sachant que l'État interviendrait en cas de problème.

Une banque doit donc posséder des capitaux propres suffisants. Leur importance est conditionnée par différentes réglementations strictes (Accords de Bâle III, etc.) puisqu'ils constituent un « coussin » dont disposent les banques.

Ce coussin est d'autant plus important que les défaillances de certaines grandes banques menacent d'entraîner des risques systémiques, c'est-à-dire des effets d'écroulement en cascade (ou effets domino). Les banques ne sont effectivement pas des entreprises ordinaires, car elles contribuent à la création de monnaie en transformant des dépôts en crédits, qui eux-mêmes deviennent des dépôts, etc.

Depuis l'affaire de Chypre, cette réalité est modifiée : les déposants sont prévenus que l'État pourrait ne pas se substituer à un actionnaire défaillant.

Un déposant risque de voir son épargne convertie, de manière autoritaire, en actions de la banque défaillante. Ceci vient incidemment

d'être confirmé par Olli Rehn, Commissaire européen aux Affaires économiques et monétaires. La ponction des dépôts chypriotes, assortie de leur conversion en actions des banques défunctes, s'avère ne pas être une erreur collective, mais un choix délibéré.

En d'autres termes, la valeur des dépôts bancaires sera dépendante de la robustesse des banques dans lesquelles ces dépôts sont investis. Cela devrait inciter les déposants bancaires à diversifier leurs avoirs et à s'assurer que le taux d'intérêt qu'ils reçoivent est conforme au risque intrinsèque de leur banque.

Finalement, l'Europe adopte les mêmes principes que ceux qui ont toujours prévalu aux États-Unis... et qui correspondent aux règles de la responsabilité limitée des actionnaires. Cela devrait discipliner les banques dans une logique darwinienne. En effet, plus une banque est capable d'attirer des dépôts et d'assurer sa solvabilité et sa liquidité, plus la probabilité d'une ponction et d'une conversion des dépôts en actions est faible.

Par ailleurs, les orientations européennes vont conduire les banques à financer les États, qui sont leurs propres autorités de tutelle, sachant que ces banques ne doivent pas réserver de capitaux propres lorsqu'elles investissent en obligations d'État.

Mais il y a néanmoins des risques : la perte de confiance des déposants et le fait qu'un euro, selon la banque dans laquelle il est déposé, n'a plus tout à fait la même valeur. En outre, il faut se demander s'il est opportun d'inquiéter les déposants bancaires, sachant que leur épargne sert indirectement à financer les dettes publiques des mêmes États censés les protéger.

Depuis l'annonce de l'implosion de l'euro chypriote (qui n'est plus égal à un euro continental), un frisson d'inquiétude traverse l'Europe. Quel actif reste un référentiel lorsque la monnaie en perd le statut ? Peut-être plus aucun, puisque la monnaie est un « équivalent général » dans lequel tout actif doit, un jour, être converti, sauf à imaginer une économie de troc. Dans les pays fragilisés du sud de l'Europe, l'équation du risque bancaire est altérée. Le déposant devra savoir qu'il n'est plus protégé de manière inconditionnelle par les actionnaires et les États. La Belgique n'est pas menacée par ces réalités, qui s'appliquent à des pays qui n'au-

raient jamais dû rejoindre la zone euro. Mais, dans le sud de l'Europe, ils iront de surprise en surprise.

*L'Écho*, avril 2013

---

## George Soros : le philosophe refoulé

---

George Soros ne s'en cache plus : il se croit être devenu un métaphysicien.

Ses interventions médiatiques et sentencieuses ne sont d'ailleurs que le pâle reflet de ses introspections philosophiques refoulées.

Mais, malheureusement pour nous, George Soros n'a pas encore atteint le stade ultime du dépouillement matériel et de l'abnégation monétaire : il aime bien l'argent.

Pas un peu d'argent, mais beaucoup d'argent.

Vraiment beaucoup d'argent.

Je veux dire des milliards d'euros.

Alors, contrairement à un Madoff, qui s'attaquait à de crédules épargnants, pour George Soros, c'est : il s'attaque à des pays entiers.

En 1993, ce fut l'Angleterre. Plus récemment, ce fut le Japon. George Soros spéculait donc contre des pays entiers au travers de la dépréciation de leur monnaie.

Mais comment gagner des milliards d'euros en prêchant une métaphysique monétaire censée conduire l'humanité vers de meilleurs lendemains ?

La réponse est très simple : en étalant ses opinions, qu'il espère voir suivies, afin de bénéficier, en monnaies sonnantes et trébuchantes, des orientations qu'il contribue, à coups de tribunes sponsorisées dans la presse mondiale, à disséminer.

Récemment, George Soros a écarté les gouvernants européens de l'histoire afin d'asséner une imparable leçon d'économie : l'Allemagne doit sortir de l'euro si elle refuse la création d'eurobonds, c'est-à-dire d'obligations mutualisées au sein de la zone euro.

Selon George Soros, l'Allemagne doit donc diluer son *rating* dans celui des autres pays européens ou assumer la destruction de la zone euro en en extrayant le mark, au prix d'une gigantesque perte correspondant aux soldes positifs des balances des paiements accumulées par l'Allemagne par rapport aux autres États membres de la zone euro.

L'Allemagne aurait donc le choix entre l'inflation (liée à la dilution de ses obligations dans celles des pays les plus faibles) et la déflation (liée à la réévaluation d'un mark à recréer).

Mais George Soros sait qu'aucune de ces deux solutions n'est acceptable.

Il sait aussi qu'il existe une option intermédiaire, qui consiste à faire tourner la planche à billets afin de refinancer les dettes publiques par la création monétaire.

Sous prétexte de le sauver, George Soros parie donc sur une dépréciation de l'euro.

Il fait donc le même pari que celui qu'il a gagné au Japon lorsque le gouvernement nippon a décidé de créer des yens à tous les vents.

Le pari de George Soros me semble correct, mais dénaturé par l'altruisme factice dont il entoure ses clameurs médiatiques.

Mon opinion, incidemment accessoire, est que George Soros est un personnage secondaire de l'économie et qu'il est destiné à le rester.

*L'Écho, blog, avril 2013*

---

## Les lendemains qui déchantent

---

Il y a quatorze ans, les lendemains de l'euro allaient chanter. Aujourd'hui, la monnaie unique est l'amertume d'une consolidation politique mal née.

Qu'on y pense : l'euro a donné la mobilité monétaire à ses citoyens. Désormais, les autorités européennes préviennent : alors qu'une imprécise union bancaire se met en place pour superviser les établissements de

crédit, l'épargne des déposants européens n'est garantie que jusqu'à un seuil de 100.000 €.

Et qui sont les débiteurs à risque qui justifient cette limitation ? Dans les pays du sud de l'Europe, ce sont essentiellement les États, dont les extravagantes dettes alourdissent les bilans des banques qu'ils sont censés protéger. À titre d'exemple, ce qui a fait tomber Chypre est la dette publique grecque, dont les créanciers ont dû absorber le défaut maquillé.

De manière plus générale, l'Europe impose aux États des disciplines budgétaires qui les acculent dans l'impasse de la croissance. Après les banques et les entreprises, ce sont les États qui doivent subir un phénomène de désendettement en pleine crise. L'économiste Fisher l'a pourtant très bien démontré dans ses ouvrages majeurs : cela contribue à l'implosion de l'économie.

Cette crise étatico-bancaire nous rappelle que tout est dans tout : les dépôts bancaires sont légitimement utilisés pour financer les dettes publiques, qui seront lestées d'un éventuel sauvetage bancaire. Une crise du crédit de l'État présente une caractéristique qui lui donne son unicité : elle finit par altérer la monnaie. À ce moment, plus personne ne peut s'en échapper.

*L'Écho, blog, avril 2013*

# Endettement public

## La dette, c'est du temps

---

Cette fin d'année pourrait donner l'intuition que la crise est derrière nous. Après tout, les finances belges semblent en ordre, la discipline apparaît être revenue dans la zone euro. Pour peu, la crise de la dette publique ressortirait à d'autres époques.

Il n'en est bien sûr rien : la crise est devant nous.

Elle est devant nous, car la récession va durer des années. Des années pendant lesquelles des politiques d'austérité aveugles vont entraîner un chômage, qui culmine déjà à 12 % de la population active, alors que certains continuent à invoquer la rigueur budgétaire et la contraction monétaire.

Et il faut bien réaliser que cette récession est tenace, alors que les taux d'intérêt sont proches de zéro. Une faible remontée de ces derniers étoufferait toute reprise potentielle.

Cette crise est devant nous, car le coût des pensions va augmenter géométriquement, sans qu'aucune solution structurelle ait pu être trouvée. Au reste, comment imaginer une seule minute qu'un système de paiement pyramidal de pensions et de soins de santé puisse être financé alors que les courbes démographiques se sont inversées et que le taux de chômage des jeunes (c'est-à-dire de ceux qui alimentent la pompe du financement des travailleurs inactifs) atteint près de 25 % pour la zone euro ?

L'Europe s'effondre sous la récession, l'endettement public et une monnaie unique qui a piégé ses États participants dans un système comparable à celui de l'étalon-or.

Ceux qui, aujourd'hui, prônent l'austérité, la taxation et la rigueur implacables pour sortir d'une situation récessionnaire sont gravement dans l'erreur. Non seulement dans l'erreur historique, mais aussi dans

l'erreur d'appréciation. À partir du moment où la dette publique atteint des sommets que la croissance économique ne peut plus éroder, c'est seulement par la perte de valeur de la monnaie, c'est-à-dire l'inflation, qu'une économie peut retrouver des bases stabilisées et éviter la suffocation sous l'impôt.

Cette inflation viendra-t-elle ? Elle est déjà présente, mais son déclenchement n'est pas encore officiel. Il pourrait devenir audible si les États-Unis décidaient d'intensifier la création monétaire, entraînant l'euro dans un courant haussier qui empêcherait toute reprise. À ce moment, il faudrait assouplir la politique monétaire, avec le risque qu'un schisme soit constaté entre les pays faibles et les pays forts de la zone euro.

Le risque de l'erreur de jugement des prophètes de la rigueur obstinée, c'est que l'ordre social soit, à un moment, perturbé et conduise à des discontinuités politiques.

Certains pays en sont proches.

En conclusion de ce court texte, il m'apparaît qu'il faudra qu'une des variables s'ajuste aux réalités de l'économie. On ne peut pas combiner une monnaie forte, un chômage stratosphérique, une récession et un désendettement public. La solution passera inmanquablement par un assouplissement monétaire et budgétaire, qui érodera la valeur de la monnaie, à moins que des chocs sociaux perturbent cet ordonnancement.

La dette, c'est du temps.

L'aurons-nous ?

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## **Courtes réflexions sur les dettes publiques**

---

Le problème de la dette « souveraine » est sans doute la principale pierre d'achoppement du chemin d'un retour vers la croissance. Cette dette pose des problèmes de soutenabilité et de justice intergénérationnelle, puisque son remboursement est reporté sur de futures générations.

Voici quelques réflexions complémentaires :

1. quel est le rapport dette publique/P.N.B. qui commence à freiner une économie ? Les études ne sont pas unanimes, mais il semble qu'empiriquement, un taux de 90 % soit le point d'inflexion à partir duquel une dette publique freine la croissance. Ce seuil est dépassé ;

2. le manque de croissance creuse le piège de la dette publique. En effet, un manque de croissance entraîne un déficit public qui aggrave la dette. Si la croissance attendue est plus basse que le coût de la dette, la situation s'aggrave. Cette situation est celle que nous traversons ;

3. en réponse à un manque de croissance, certains gouvernements s'essaient à des politiques d'austérité, ce qui conduit au paradoxe de devoir lever des impôts et de restreindre les dépenses publiques en période de récession. C'est une erreur : le F.M.I., conforté par des études rigoureuses, indique que l'austérité contracte la dépense privée. Dans certains pays, le lien entre les restrictions budgétaires et la décroissance est observable (Portugal, Espagne, Grèce, etc.). En conséquence, un retour à l'équilibre ne peut être que lent et solidaire, au niveau européen, faute de quoi ce rééquilibrage sera destructeur de croissance.

*L'Écho, blog, janvier 2012*

---

## Loi de Wagner et étatisation inflationniste

---

C'est au détour d'un ouvrage d'histoire qu'on découvre des théoriciens oubliés de l'économie. L'histoire ne leur a pas apporté la juste reconnaissance qu'ils méritaient malgré la pertinence de leurs thèses.

C'est le cas de l'économiste allemand Adolphe Wagner (1835-1917), qui énonça sa loi éponyme, à savoir que plus la société se civilise, plus l'État est dispendieux, ce qui se traduit par le fait que la part des dépenses publiques dans le P.I.B. augmente avec le revenu par habitant.

Wagner décèle donc une corrélation entre le niveau de développement et l'étatisation de l'économie.

Ceci peut paraître contre-intuitif si on admet que c'est l'économie de marché, et non le collectivisme, qui apporte le progrès. Wagner explique



cela par le fait que le développement accroît la demande de biens publics à un rythme qui lui est supérieur.

Mais Wagner enseigne une autre leçon, à savoir que le rôle de la fonction publique est de consolider le pouvoir de la bureaucratie. L'État est donc le bénéficiaire de la croissance.

Il suppose aussi que l'accroissement du rôle de l'État conduit à renforcer la paix sociale par la redistribution.

Au reste, c'est peut-être un constat qu'on peut tirer de la crise. Celle-ci entraîne une étatisation croissante, avec son corollaire d'accélération de la dette et des dépenses publiques, qui deviennent des ciments sociaux destinés à assurer la cohésion sociale.

Mais quel est l'aboutissement de ce mouvement de fuite dans lequel l'État s'engouffre au travers de l'endettement public ?

Est-ce vers une nationalisation insidieuse de toute l'économie et/ou vers la perte de pouvoir d'achat, entraînée par l'inflation qui découle de l'arme monétaire ?

La réponse se situe sans doute dans une complexe chimie de ces deux éléments, que je qualifierais d'étatisation inflationniste.

*L'Écho*, février 2013

## **Monnaie, dettes et travail : un curieux mariage**

---

Le phénomène monétaire est d'une grande complexité. La plupart des économistes en ont d'ailleurs une compréhension légitimement très différente, car ce phénomène est intimement lié à la notion de valeur, elle-même imprécise. Certains distinguent les valeurs d'échange, d'usage, fondamentales, historiques. D'autres assimilent la valeur au prix.

Une des visions de la monnaie reflète l'idée que cette dernière représente du travail (un quantum) accumulé ou, selon la théorie marxiste, du temps de travail abstrait matérialisé.

Par exemple, si un travailleur preste 10 heures de travail, rémunérées chacune à 10 €, il reçoit 100 €. Ces 100 € représentent une quantité de

travail accumulée et échangeable contre d'autres unités de travail, prestées par un autre travailleur. La monnaie crée dès lors un système de correspondance entre des quantités de travail. Elle représente la valeur.

Supposons que les autorités monétaires décident instantanément de doubler la quantité de billets en circulation, par un simple phénomène d'imprimerie, sans que l'accroissement du nombre de billets soit justifié par des faits de commerce, des demandes d'encaisses ou une croissance de la démographie et de la productivité.

Pour autant que les salaires s'ajustent à cette nouvelle mesure la valeur monétaire de chaque unité de travail double. Un travailleur qui presterait 10 heures de travail devrait recevoir 200 €.

Ceci signifierait que le travailleur qui aurait presté un travail avant l'augmentation du nombre de billets, rémunéré par un billet de 100 €, verrait la contre-valeur de son travail accumulé diminuer de moitié. En d'autres termes, 100 € anciens n'auraient plus le pouvoir d'achat que de 50 € après l'augmentation du nombre de billets.

Si on qualifie l'augmentation du nombre de billets d'inflation, on comprend pourquoi cette dernière affecte négativement le travail passé au bénéfice du travail futur. L'inflation pose évidemment la question du maintien du pouvoir d'achat, qui ne peut être effectué qu'imparfaitement si elle est instrumentalisée pour déprécier l'unité monétaire afin d'alléger le remboursement des dettes publiques. L'inflation réajuste la valeur de la monnaie par rapport à la quantité de travail incorporée dans les biens et services. En d'autres termes, une inflation subie conduit à déprécier le travail et la dette passés.

*L'Écho, blog, février 2012*

## Et si Karl Marx avait eu (un peu) raison ?

---

Je partage quelques intuitions éparses sur les concepts de monnaie et de dette publique.

La monnaie est l'expression de la propriété privée. Mais, en même temps, la monnaie est un bien public, en ce qu'elle constitue l'étalon de mesure commun à toute l'économie.

La monnaie reflète donc une ambivalence : elle exprime l'acquis individuel d'un bien collectif. Elle permet aussi l'accumulation de pouvoir et la centralisation de l'autorité. Elle fonde une hiérarchisation sociale. La monnaie mesure donc la stabilité (dans le temps et dans l'espace) de l'ordre social. Pour cette raison, la crédibilité monétaire découle rarement d'un acte d'autorité. La garantie de la monnaie est plutôt un état de confiance.

Sous cet angle, il est illusoire de croire que la monnaie met à l'abri d'un choc social systémique qui porte sur les fondements sociaux et économiques. En effet, en cas de déflagration sociale existentielle, la monnaie elle-même est fragilisée. Elle ne fournit aucune garantie à sa propre survie.

Par ailleurs, la dette publique et la monnaie sont l'avvers et le revers de la même réalité, puisque tant la dette publique que la monnaie sont émises par les mêmes États. Au reste, la dette publique est au passif des États, tandis que la monnaie est au passif des banques centrales.

Or, bizarrement, nous opérons la même confusion mentale avec la monnaie qu'avec la dette publique : nous conceptualisons la monnaie comme un acquis privé, alors qu'elle reflète un bien public, et nous visualisons la dette publique comme une obligation collective exogène, alors que nous en sommes les débiteurs individuels.

La question est d'ailleurs de savoir quel circuit monétaire va être utilisé pour rembourser la dette publique.

À mon intuition, l'inflation est un scénario plausible, puisque la perte de valeur de la monnaie s'effectue au même rythme que la perte de valeur des dettes publiques. En effet, c'est ce même État, dont nous sommes collectivement redevables de la dette, qui détient la capacité de détermi-

ner le pouvoir d'achat de la monnaie par laquelle cette dette publique est exprimée.

Dans *Le Capital*, Karl Marx écrivait que les dettes publiques étaient un « capital fictif ». Il envisageait, en effet, une implosion sociétale découlant de la confrontation des classes sociales, conduisant à une dénaturation de l'État et donc des dettes émises par ce dernier. Pour Marx, la monnaie et les dettes publiques n'avaient aucune pérennité, puisqu'il s'attendait à un effondrement des structures sociales, qui aurait emporté tous les symboles monétaires.

J'envisagerais plutôt les dettes publiques comme un « capital de confiance » fondé sur la prévisibilité de l'ordre établi.

Quoi qu'il en soit, il est indispensable de juxtaposer trois concepts indissociables, à savoir la monnaie, les dettes publiques et l'ordre social. On ne peut pas imaginer de résoudre l'endettement public sans dépréciation de la monnaie et/ou sans ajustement social.

*L'Écho*, blog, mars 2013

---

## **La banqueroute est nécessaire, chaque siècle !**

---

La dette, c'est du temps. Et le prix du temps, c'est l'intérêt.

Mais dans le cas de la dette publique, un phénomène singulier doit être mis en évidence. En effet, une dette publique est, par essence, collective. Son remboursement est, quant à lui, individuel puisque, dans le meilleur des cas, c'est l'impôt qui permet d'honorer la dette publique. C'est ainsi que, profitant d'effets d'aubaine, le Royaume s'est immergé dans une immense dette publique, dont, comme pour le financement des pensions, il reporte le remboursement sur les futures générations... peu consultées.

En bonne logique, le niveau de la dette publique et le taux d'intérêt qui y est associé devraient être mis en perspective avec les impôts futurs à lever. Le taux d'intérêt lié à la dette publique devrait être cohérent avec la pression fiscale (ou la dépréciation monétaire) à venir. Il agirait alors comme une mesure du maintien du contrat collectif socio-économique.

Lorsque les taux d'intérêt sont bas, les contribuables devraient se réjouir du fait que le coût réduit de l'emprunt exige une moindre ponction fiscale ultérieure. Or ces emprunts à taux d'intérêt bas n'ont aucun succès. Cela signifie que le créancier prend le dessus sur le contribuable de demain. L'individu et le présent prennent le pas sur la collectivité et le futur.

Mais attention : le titulaire d'une créance publique implique le maintien de l'ordre social et des forces politiques contemporaines.

Il en est pourtant rarement ainsi, car la dynamique sociale et économique est fluente. De plus, la valeur d'une créance sur les autorités publiques suppose la pérennité du pouvoir d'achat de la monnaie, qui constitue l'unité de compte centrale. L'histoire regorge, en effet, de dettes publiques non honorées et la principale manière d'y arriver (outre la spoliation des créanciers), c'est l'inflation.

Cette dernière est, en effet, un moyen commode de déprécier silencieusement l'unité monétaire et donc de rembourser la dette publique avec de la monnaie effritée, sans confronter la population à des impôts et des questions de justice sociale y afférentes.

Mais en tant que telle, l'inflation ne résout rien si le taux d'intérêt de la dette publique en reflète l'anticipation, à l'instar du fait que ce taux d'intérêt doit traduire les impôts futurs. Pour être efficace, l'inflation doit donc être soudaine et conjuguée avec ce que les économistes appellent la « répression financière », c'est-à-dire la canalisation de l'épargne vers le financement des dettes publiques (au travers des banques et entreprises d'assurances), qui portent un taux d'intérêt artificiellement bas.

Si cela ne fonctionne pas, la dette publique n'est plus sous contrôle, les choses tournent mal et les créanciers sont spoliés. Les rappels historiques sont nombreux : l'hyperinflation des empereurs romains Dioclétien et Constantin, les multiples tentatives de confiscation de Philippe le Bel, qui rogne les pièces d'or et envoie les Templiers sur le bûcher afin de capturer leurs biens, les assignats français de la Révolution française, l'hyperinflation de la République de Weimar, etc.

Le Contrôleur des finances du Royaume de France entre 1768 et 1774, l'abbé Terray (1715-1778), disait que « la banqueroute est nécessaire, une fois tous les siècles, afin de mettre l'État au pair ».

Que tirer des leçons de l'histoire ? À notre estime, l'inflation sera donc une des principales variables d'ajustement pour les déséquilibres que nous traverserons. Au reste, déconnecter la création de monnaie de celle de richesse conduit d'habitude à des poussées inflationnistes. L'inflation aura des conséquences défavorables pour les rentiers, mais permettra aux États de diminuer la valeur de leur endettement.

L'inflation est l'avertissement que le bien-être futur sera plus onéreux. Croire, comme certains économistes, que les prochaines années seront caractérisées par une situation de croissance morne avec une inflation quasiment nulle nous semble relever plutôt du postulat de principe que d'une étude empirique de l'économie.

*Trends*, mars 2012

---

## Tous ruinés dans sept ans ?

---

Il y a trois ans, Jacques Attali signait un livre au titre interrogateur : *Tous ruinés dans 10 ans*.

Il nous reste sept ans.

Serons-nous ruinés ? Je ne crois pas, mais ce sera au prix d'une nationalisation croissante de toute l'économie.

Pour appréhender ce phénomène, il faut comprendre que la dette d'un État n'est jamais qu'un contrat avec son propre avenir. En d'autres termes, le remboursement d'une dette publique est conditionné par les impôts qui seront levés dans le futur et donc par la crédibilité de ces impôts futurs pour les créanciers (domestiques ou étrangers) de l'État.

Or nous savons que l'inversion des courbes démographiques, conjuguée à l'absence de croissance économique, rend peu probable l'acceptation intégrale du remboursement de cette dette publique par les générations futures.

En d'autres termes, la dette publique sera répudiée sauf si l'État alourdit le poids de sa tutelle dans l'économie, en juxtaposant les obligations des différentes générations, c'est-à-dire en exerçant un contrôle fiscal et financier plus lourd.

Mais cela ne suffira pas.

En effet, la contrepartie comptable de la dette publique est la monnaie. En d'autres termes, si la dette est impossible à rembourser, elle l'est... avec de la monnaie qui a perdu son pouvoir d'achat, parce que les créanciers sont appauvris par l'inflation.

C'est ainsi qu'une dette publique conduit souvent à de l'inflation ou, pire, à un défaut de paiement. Au reste, l'histoire est ancienne : l'Empereur romain Dioclétien, Philippe le Bel, les révolutionnaires de 1789 et les dirigeants de la République de Weimar ont utilisé les mêmes techniques pour se débarrasser de leurs obligations d'honorer la dette publique.

Alors, tous ruinés dans sept ans ? Non « sur papier », mais la « monnaie papier » vaudra moins.

*L'Écho, blog, février 2013*

---

## **Aller nulle part, mais ensemble**

---

D'aucuns préconisent de confisquer l'épargne des rentiers afin de rembourser la dette publique.

Malheureusement, la simplicité de l'idée confine au simplisme et à l'injustice sociale et générationnelle.

Mais il y a plus : si la solution est d'appauvrir les rentiers (au motif qu'ils possèdent les actifs qui seraient la contrepartie de la dette publique), la difficulté est que ces derniers sont dilués dans toute la population au travers des systèmes de pensions et de protection, fondés sur la répartition collective et non pas sur la capitalisation individuelle.

Le paradoxe est là : la richesse apparente du pays se reflète dans des engagements collectifs multiples qui sont financés par une dette publique.

Les rentiers ne constituent plus une classe sociale segmentée, puisque nous sommes tous rentiers d'un système de transferts sociaux et de pensions. Tout se passe comme si la dette publique était devenue un immense système de solidarité sociale dont on ne peut plus distinguer les bénéficiaires des débiteurs. En d'autres termes, la dette publique a « déstratifié »

les classes sociales. Nous sommes empêtrés dans un inextricable imbroglio intra et intergénérationnel qui reflète peut-être le modèle belge, à savoir un modèle sociologique extrêmement compliqué qui assure un certain ordre social en empêtrant chaque citoyen dans une relation compliquée vis-à-vis de l'État.

Il y a un autre problème : l'impôt ou le report de la dette ne suffiront pas à honorer les engagements de l'État, alors que ces derniers sont grevés par une immense dette publique et un système de financement des travailleurs inactifs (en nombre croissant) par des travailleurs actifs (en nombre relativement décroissant). Mais les prochaines générations vont-elles accepter l'héritage des dettes publiques sans exercer un droit d'inventaire ?

Mais il y a peut-être pire : comme la protection individuelle est fondée sur un système d'assurance collective, elle-même bâtie sur l'emprunt public, la résorption de ce dernier passera inmanquablement par une étatisation croissante de toute l'économie. L'État devra, par exemple, conserver la tutelle sur le secteur financier pour canaliser l'épargne populaire vers son propre financement. En bonne logique intuitive, le système d'État-providence risque de se transformer en piège financier pour toute la population, et non pas pour certaines classes de contribuables.

*L'Écho, blog, janvier 2013*

## **Créancier aujourd'hui, contribuable demain**

---

La dette, c'est du temps. Et le prix du temps, c'est l'intérêt.

Mais, dans le cas de la dette publique, un phénomène singulier doit être mis en évidence.

En effet, une dette publique est, par essence, collective. Son remboursement est, quant à lui, individuel, puisque dans le meilleur des cas, c'est l'impôt qui permet d'honorer la dette publique.

C'est ainsi que, profitant d'effets d'aubaine, le Royaume s'est immergé dans une immense dette publique, dont, comme pour le financement des



pensions, il reporte le remboursement sur les futures générations, qu'on a... peu consultées.

En bonne logique, le niveau de la dette publique et le taux d'intérêt qui y est associé devraient être mis en perspective avec les impôts futurs qui devraient être levés. Le taux d'intérêt associé à la dette publique devrait être cohérent avec la pression fiscale (ou la dépréciation monétaire) future. Le taux d'intérêt agirait alors comme une mesure du maintien du contrat collectif socio-économique.

Lorsque les taux d'intérêt sont bas, les contribuables devraient se réjouir du fait que le coût réduit de l'emprunt exige une moindre ponction fiscale ultérieure.

Or ces emprunts, récemment émis, n'ont aucun succès. Cela signifie que le créancier prend le dessus sur le contribuable futur. L'individu et le présent prennent le pas sur la collectivité et le futur.

Mais attention : la détention d'une créance publique suppose le maintien de l'ordre social et des forces politiques contemporaines.

Or il en est rarement ainsi, car la dynamique sociale et économique est fluente.

De plus, la valeur d'une créance sur les autorités publiques suppose la pérennité du pouvoir d'achat de la monnaie, qui constitue l'unité de compte centrale.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## De deux maux, les deux

---

Quel est le principal message que la crise de 2008 nous a enseigné et que nous avons déjà oublié ?

C'est que l'économie n'est pas linéaire, ni plane.

Le phénomène économique est le reflet de l'aléa et de mutations permanentes.

Par exemple, aujourd'hui, on entend que les taux d'intérêt vont baisser très bas dans un monde sans inflation.

Il n'en sera bien sûr rien, car des chocs majeurs vont heurter nos communautés. Cette intuition ne découle pas d'un sentiment de déclin, mais plutôt de la prise de conscience qu'une économie globalisée, caractérisée par des mobilités inconnues des facteurs de production (travail, capital et information), sera inmanquablement soumise à d'amples volatilités, d'une amplitude inconnue. Le choc que nous anticipons est aussi lié au pressentiment de l'impossibilité de maintenir les inégalités (sociales, économiques, alimentaires, etc.) dans un monde au sein duquel les facteurs de production sont d'une telle fluidité.

Notre environnement économique est devenu instable.

L'histoire apprend que les pays qui sont à l'épicentre d'une crise bancaire subissent ensuite une période de croissance faible avec un chômage élevé. De surcroît, lorsqu'une crise financière se produit, elle est souvent suivie par une crise des dettes publiques.

L'inflation nous paraît s'imposer comme une conséquence, voire un débouché, inéluctable de l'endettement public.

Dans un de ses nombreux éditoriaux, Jacques Attali lui-même avance que « pour éviter un désastre, il faudra avoir le courage politique de déclencher l'inflation assez tôt pour qu'elle soit utile, et d'engager, quand l'inflation dépassera les 5 % par an, un programme de stabilisation des prix, très rapide et brutal ».

Bien sûr, l'inflation appauvrit le rentier, d'autant que l'épargne est investie en titres à revenus fixes. Mais, comme l'avancait Keynes (1883-1946), il est « plus grave, dans un monde appauvri, de provoquer le chômage que de décevoir le rentier ».

Les années à venir combineront les deux maux.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

## Cela n'arrivera pas l'année prochaine...

---

« Bah, murmura-t-il pour se rassurer, tout cela n'arrivera pas l'année prochaine. »

Cette phrase, prononcée par Saccard, le héros du roman *L'argent* d'Émile Zola devant les propos fiévreux et exaltés d'un révolutionnaire sous le Second Empire, résume la difficulté d'analyser les événements économiques.

Le rôle de l'économiste est moins d'expliquer le passé que de s'exercer à écarter les angles des scénarios futurs, tout en gardant l'humilité du confinement de ses propres raisonnements.

Intuitivement, je me dis que les paramètres macro-économiques ont atteint des niveaux de tension qui vont immanquablement conduire à des ajustements. Les prochains trimestres devraient nous confronter à des modifications structurelles de l'économie.

En me limitant à quelques paramètres domestiques (et sans adopter un angle d'approche géopolitique), je livre quelques éléments de réflexion.

Dans nos économies européennes, le niveau d'endettement public est incompatible avec les perspectives de croissance. L'emprunt de la prospérité future est antagoniste par rapport aux anticipations démographiques et d'activité économique. Cette situation devrait rendre le prix du futur plus cher, au travers d'une hausse des taux d'intérêt (lequel mesure le prix du temps), malgré la récession.

Les États, lourdement endettés et empêtrés dans une récession, doivent cohabiter avec des acteurs privés, c'est-à-dire des entreprises et des marchés dont le champ d'influence et d'action dépasse celui des États nations. Cette réalité sera source de tension idéologique. La frontière entre la propriété privée et les biens publics sera modifiée, dans le sens d'une étatisation croissante (et que j'espère temporaire) de l'économie.

Dans le prolongement de ce qui précède, les États ont accru leur tutelle sur le secteur bancaire et des assurances. De nombreux motifs sous-tendent cette situation, dont la protection des déposants. Concomitamment, les États ont repris le contrôle d'une partie du circuit monétaire. Ceci s'inscrit dans une réalité séculaire, à savoir que les États ne suf-

foquent jamais très longtemps sous leur dette publique : des ajustements monétaires et fiscaux, dont les États ont le privilège, sont mis en œuvre. Les cas de la Grèce et de Chypre sont très révélateurs.

L'allègement des dettes publiques passera par une dépréciation de la monnaie. J'ai, en effet, des difficultés à imaginer la persistance de gigantesques dettes publiques qu'on espère domestiquer par l'impôt en pleine récession. Il me semble plus intuitif que la création monétaire – c'est-à-dire l'inflation – allège à terme ces dettes. Ceci serait compatible avec une prévisible hausse des taux d'intérêt et la reprise en main du circuit monétaire par les États.

*L'Écho, blog, mars 2013*

## **Attention à une brusque remontée des taux**

---

La crise souveraine nous fait passer de surprises en étonnements. Chaque choc monétaire contribue à apporter une solution qui aurait été impensable, il y a tout juste trois ans. L'implosion monétaire en Islande, le défaut de paiement de la Grèce et la capture des dépôts à Chypre sont les prémices de nouvelles configurations. Dans les pays du sud, nous verrons peut-être des rééchelonnements de dettes publiques, des nationalisations et des contrôles de capitaux avant qu'une poussée d'inflation ne dilue les dettes publiques, devenues insupportables. En effet, on sait que ces dettes publiques doivent être réduites de 30 %, ce qui est impossible à réaliser au travers de l'impôt dans une conjoncture de récession.

Le scénario intuitif de l'économie européenne que je retiens à l'horizon du moyen terme est celui de la stagflation, c'est-à-dire une combinaison de stagnation économique, affectée d'un chômage persistant, et d'inflation modérée.

Même non formulée comme choix politique, la stagflation serait un mélange dérivé de mesures économiques et monétaires, à savoir respectivement des plans d'austérité et de création monétaire.

Quels seraient les attributs de cette stagflation ? Outre les aspects de solvabilité souveraine, ils sont les mêmes que les constats des années sep-

tante : un taux de croissance faible de l'économie combiné à une décroissance marginale des gains de productivité, un chômage structurel et élevé (caractéristique des dislocations structurelles de l'économie), une sous-utilisation des capacités de production, des anticipations de bénéfices des entreprises faibles, des dépenses d'investissement faibles à modérées, des déficits publics importants entraînant des taux d'intérêt élevés ainsi qu'une raréfaction du crédit bancaire pour des investissements privés, des déficits de la balance commerciale et un phénomène généralisé de désindustrialisation.

L'inflation ne serait, dans l'absolu, aucunement une solution souhaitable, puisqu'elle ferait peser un risque d'auto-alimentation et d'augmentation nominale des dépenses de l'État. Mais elle me paraît s'imposer comme une conséquence, voire un débouché, intuitive de l'endettement public.

Certains économistes américains avancent même une théorie iconoclaste, à savoir que la crise bancaire, souveraine et économique est le résultat d'une période caractérisée par un excès de désinflation, c'est-à-dire d'inflation trop basse. Cette période, qualifiée de « grande modération » et qui serait étalée entre 1985 et 2005, aurait tiré profit de la globalisation et d'une accessibilité à des poches d'emploi à bas coûts pour masquer la réalité du remboursement des dettes privées et publiques. L'expansion de la demande n'aurait pas débouché sur une crise d'inflation, parce que les Occidentaux auraient trouvé dans leurs déficits commerciaux l'offre nécessaire à son absorption.

Cette inflation future conduira inmanquablement à une hausse des taux d'intérêt. Des taux d'intérêt plus élevés seront peut-être aussi la conséquence d'un effet d'éviction (ou *crowding out*), c'est-à-dire une insuffisance d'épargne privée, suite à la ponction effectuée par les pouvoirs publics. Ce phénomène n'est pas apparent lors des périodes d'expansion monétaire, mais il en résulte souvent.

Mais ce n'est pas le seul facteur qui entraînera une augmentation des taux d'intérêt. Ces derniers seront soumis à des pressions haussières résultant de plusieurs éléments : besoins d'investissements (notamment dans le domaine des infrastructures) dans les pays développés et émergents, et baisse du taux d'épargne des ménages dans les économies approchant un certain niveau de développement.

Mais pourquoi une intuition d'inflation alors que de nombreux économistes agitent le spectre de la déflation ? Parce que la création de monnaie *ex nihilo*, telle qu'elle est mise en œuvre par les banques centrales, est une traite sur l'avenir dont le remboursement deviendra incertain. Les récentes mesures créent donc de l'argent sans générer du capital. Elles masquent probablement une inflation postposée, dont un des symptômes est la dilatation des injections monétaires et des bilans des banques centrales.

En conclusion, une succession de dépression et d'inflation a peut-être déjà débuté. Lorsque les anticipations d'inflation se réveilleront, les taux d'intérêt s'élèveront et diminueront la valeur relative de marché de la dette publique. Actuellement, les taux d'intérêt souverains à long terme sont intuitivement trop bas. Ils n'incorporent pas une prime d'inflation suffisante et l'éventualité d'une restructuration de la dette publique dans certains pays du sud de l'Europe. Cela signifie que si on conserve une politique d'austérité en pleine récession, la solvabilité de certains États va en être affectée au point de les rendre plus à risque, ce qui entraînerait une augmentation des taux d'intérêt. Par contre, si la Banque centrale européenne décidait, à juste titre, d'accélérer la monétisation des dettes, cela aurait pour conséquence d'entraîner aussi une hausse des taux à travers une prime inflationniste.

*L'Écho*, avril 2013

---

## Une nouvelle équation bancaire

---

Les décisions prises pour restaurer la solvabilité des banques chypriotes sont extrêmement lourdes de conséquences. En effet, la logique qui avait prévalu lors de la première vague de banqueroutes bancaires, en 2008, était fondée sur le postulat que les États interviendraient au titre d'actionnaires de recours.

Désormais, les États adoptent une posture différente : ils vont assurer un rôle de protection des dépôts en dessous de 100.000 € et se limiteront à ce montant. Les déposants devront accepter un risque de perte au-dessus de ce montant. L'État ne se substituera plus aux actionnaires.

Pour bien comprendre cette problématique, il est utile de revenir sur le financement des banques. De manière simplifiée, ces dernières font intervenir deux types de pourvoyeurs de fonds : des actionnaires et des déposants (ou épargnants). Ces deux catégories d'intervenants sont dans une relation asymétrique.

Les actionnaires apportent les capitaux propres. Ils sont les copropriétaires de l'entreprise, dont ils espèrent des dividendes et des plus-values en cas de revente de leurs titres. Mais en contrepartie de ces espoirs de rendement, ils sont les premiers à en absorber les pertes. Ce n'est que lorsque les actionnaires perdent l'intégralité de leur patrimoine que les déposants commencent à être impactés négativement, c'est-à-dire ne récupèrent qu'une partie de leur patrimoine épargné.

Le capital d'une banque sert d'ailleurs à absorber les pertes, afin que ces dernières n'affectent pas les dépôts. Une banque doit donc posséder des capitaux propres suffisants. Leur importance est conditionnée par différentes réglementations strictes (Accords de Bâle III, etc.) puisqu'ils constituent un « coussin » dont disposent les banques. Ce coussin est d'autant plus important que les défaillances de certaines grandes banques risquent d'entraîner des risques systémiques, c'est-à-dire des effets d'écroulement en cascade (ou effets domino). En effet, les banques ne sont pas des entreprises ordinaires, car elles contribuent à la création de monnaie en transformant des dépôts en crédits, qui eux-mêmes deviennent des dépôts, etc.

Techniquement, les actionnaires supportent un risque de perte lorsque les choses tournent mal et protègent les déposants, qui ne viennent qu'en second rang, après que le capital de la banque a été entamé. C'est d'ailleurs aussi pour protéger les épargnants que les États se substituaient aux actionnaires des banques en cas de perte de solvabilité, à tout le moins avant le sabotage bancaire de Chypre.

Dans les pays fragilisés du sud de l'Europe (la Belgique n'est aucunement concernée), l'équation du risque bancaire est altérée. Le déposant devra savoir qu'il n'est plus protégé de manière inconditionnelle par les actionnaires et les États.

*L'Écho, blog, mars 2013*

## Vous aimez les banques publiques ?

---

Depuis la décision de mettre à contribution les gros déposants des banques chypriotes, le monde bancaire subit une mutation importante. Auparavant, il était implicitement convenu que si une banque perdait ses capitaux propres (c'est-à-dire la mise des actionnaires), agissant comme un amortisseur destiné à protéger les déposants, les États interviendraient pour injecter des capitaux propres et agir en tant qu'actionnaires. La nationalisation, partielle ou totale, était donc l'aboutissement d'une déconfiture bancaire.

Les actionnaires apportent, en effet, les capitaux propres. Ils sont les copropriétaires de l'entreprise, dont ils espèrent des dividendes et des plus-values en cas de revente de leurs titres. Mais en contrepartie de ces espoirs de rendement, ils sont les premiers à en absorber les pertes. Ce n'est que lorsque les actionnaires perdent l'intégralité de leur patrimoine que les déposants commencent à être impactés négativement, c'est-à-dire ne récupèrent qu'une partie de leur patrimoine épargné.

Techniquement, les actionnaires supportent un risque de perte lorsque les choses tournent mal et protègent les déposants, qui ne viennent qu'en second rang, après que le capital de la banque a été entamé. C'est d'ailleurs aussi pour protéger les épargnants que les États se substituent aux actionnaires des banques en cas de perte de solvabilité, avec le corollaire que certaines banques ont pris des risques excessifs en sachant que l'État interviendrait en cas de problème.

Une banque doit donc posséder des capitaux propres suffisants. Leur importance est conditionnée par différentes réglementations strictes (Accords de Bâle II, etc.) puisqu'ils constituent un « coussin » dont disposent les banques. Ce coussin est d'autant plus important que les défaillances de certaines grandes banques risquent d'entraîner des risques systémiques, c'est-à-dire des effets d'écroulement en cascade (ou effets domino). En effet, les banques ne sont pas des entreprises ordinaires, car elles contribuent à la création de monnaie en transformant des dépôts en crédits, qui eux-mêmes deviennent des dépôts, etc.

Depuis l'affaire de Chypre, cette réalité est modifiée : les déposants sont prévenus que l'État pourrait ne pas se substituer à un actionnaire



défaillant. Un déposant risque de voir son épargne convertie, de manière autoritaire, en actions de la banque défaillante.

Ceci vient d'être confirmé par Olli Rehn, Commissaire européen aux Affaires économiques et monétaires. La ponction des dépôts chypriote, assortie de leur conversion en actions des banques défuntes, s'avère ne pas être une erreur collective, mais un choix délibéré.

En d'autres termes, la valeur des dépôts bancaires sera dépendante de la robustesse des banques dans lesquelles ces dépôts sont investis. Cela devrait inciter les déposants bancaires à diversifier leurs avoirs et à s'assurer que le taux d'intérêt qu'ils reçoivent est conforme au risque intrinsèque de leur banque.

Finalement, l'Europe adopte les mêmes réalités que celles qui ont toujours prévalu aux États-Unis... et qui correspondent aux principes de la responsabilité limitée des actionnaires. Cela devrait discipliner les banques dans une logique darwinienne. En effet, plus une banque est capable d'attirer des dépôts et d'assurer sa solvabilité et sa liquidité, plus la probabilité d'une ponction et d'une conversion des dépôts en actions est faible. Par ailleurs, les orientations européennes vont conduire les banques à financer les États, qui sont leurs propres autorités de tutelle, sachant que les banques ne doivent pas réserver de capitaux propres lorsqu'elles investissent en obligations d'État.

Mais il y a néanmoins plusieurs risques : la perte de confiance des déposants et le fait qu'un euro, selon la banque dans laquelle il est déposé, n'a plus tout à fait la même valeur. Et puis, il faut s'interroger sur le fait de savoir s'il est opportun d'inquiéter les déposants bancaires, sachant que leur épargne sert indirectement à financer les dettes publiques des mêmes États qui sont censés les protéger. À mon intuition, les conséquences de la décision chypriote ne sont pas encore établies.

Dans les pays du sud de l'Europe, ceux qui aimaient les banques publiques vont désormais les adorer. Karl Marx se tordrait de rire...

*L'Écho, blog, mars 2013*

# Économie monétaire

## La falaise fiscale

---

Les instances gouvernementales américaines viennent de sauter la falaise fiscale. Il s'agissait d'éviter l'activation automatique de mesures fiscales pénalisantes qui auraient contrarié la croissance américaine.

Il était parfaitement prévu, donc prévisible, que les États-Unis franchissent cet obstacle : leur économie rebondit et le taux de chômage se réduit significativement.

Mais quel est le message subliminal de cette orientation ?

C'est que les Américains vont choisir la voie de la création monétaire plutôt que celle de la fiscalité pour brider leurs déficits et dettes publics.

D'ailleurs, après la falaise fiscale, il faudra sauter le mur de la dette, c'est-à-dire le relèvement du montant maximal de la dette publique fédérale.

Cela s'inscrit dans leur logique sociétale : la monnaie sert à consommer et pas à être thésaurisée. Il est donc acceptable de financer une dette publique par la création monétaire.

En Europe, nous entretenons une vision contraire : c'est l'épargne qui doit financer la dette publique, et pas la création monétaire. C'est ce qui conduit à la logique de l'austérité en période de récession, avec le rappel des échecs économiques de Laval (France, 1935), Brüning (Allemagne, 1931-1933), Hoover (États-Unis, 1929-1933), etc.

On peut opposer le luthérianisme (aux accents de moralisation rédemptrice) de la B.C.E. au paganisme monétaire de la FED.

*L'Écho, blog, janvier 2013*

## La monnaie est un avertissement

---

La monnaie est une convention. Elle n'a pas de valeur intrinsèque, mais uniquement une valeur conventionnelle, fondée sur la confiance... que la monnaie gardera sa fonction d'échange, raison pour laquelle on qualifie la monnaie de fiduciaire.

La crédibilité monétaire ne peut pas découler d'un acte d'autorité. La monnaie doit s'adosser à un référent qui excède ce qu'il garantit. Il faut une réciprocité entre la qualité de la confiance et la quantité de monnaie. À l'époque où la monnaie était une marchandise, il s'agissait d'une capacité d'exploitation ou d'extraction (mines d'or, argent, etc.). Sous cet angle, le monopole d'extraction et de frappe étatique correspond au droit régalien de battre monnaie et d'exiger un seigneurage, et formule un « avertissement » portant sur l'exclusivité de la formulation monétaire.

Dans le cas d'une monnaie fiduciaire, le garant est un état de confiance. Ceci explique que la monnaie ait été capturée par les États au rythme de la formation des États nations, à laquelle son étatisation est consubstantielle.

Par ailleurs, la monnaie permet l'accumulation de pouvoir, donc la centralisation de l'autorité. Elle fonde une hiérarchisation sociale, ce qui reflète une fonction politique. Enfin, la monnaie est *l'écho* du paiement de l'impôt, les deux droits régaliens (à savoir celui de battre monnaie et celui de lever l'impôt) étant l'avvers et l'envers de la même réalité, reflétés par la locution *Monetandi jus principum ossibus inhæret* (le droit de battre monnaie est inséparable de l'excès de la souveraineté).

La monnaie porte en elle son caractère éphémère : elle se déprécie, se remplace, se confisque et se nationalise au gré des chocs de l'évolution des communautés humaines. Elle ne protège de l'avenir que de manière très temporaire, c'est-à-dire aussi longtemps que les hommes décident eux-mêmes de la stabilité de leur futur.

Certains croient que la monnaie est synonyme de protection contre les aléas de la vie, mais c'est bien naïf : la fortune est fragile. La plus grave erreur en économie est de croire que les agencements monétaires sont irréversibles. Ils ne le sont jamais : l'histoire fourmille de monnaies devenues caduques. Une monnaie ne domestique jamais une communauté

et on ne la postule pas par autorité. On ne peut pas non plus imposer un étalon monétaire inadapté à une population qui le réfute. C'est sans doute l'avertissement séminal que véhicule la monnaie.

*L'Écho, blog, février 2012*

## Qui crée la monnaie ?

---

Les banques commerciales créent la monnaie. En d'autres termes, ce sont des entreprises qui fabriquent elles-mêmes leur matière première. En effet, contrairement à une opinion largement répandue, ce ne sont pas les banques centrales qui créent la monnaie, mais bien les banques commerciales. Bien sûr, la monnaie n'est pas un phénomène spontané et l'amorce des banques centrales est nécessaire. Ces dernières fournissent une indication en matière de taux d'intérêt et permettent aux banques commerciales de se refinancer auprès d'elles, raison pour laquelle elles sont qualifiées de « prêteurs en dernier ressort ». Ces banques centrales créent donc de la monnaie, mais uniquement à titre supplétif. D'ailleurs, leur création monétaire est infime par rapport à celle des banques commerciales.

La création monétaire des banques commerciales fonctionne grâce à ce que les économistes qualifient de « multiplicateur de crédit » ou ce que les Anglais désignent par l'adage *Loans make deposits*. Ce mécanisme conduit à ce qu'un dépôt auprès d'une banque commerciale soit prêté à nouveau par cette dernière à un autre agent économique. Celui-ci utilisera la monnaie empruntée pour effectuer des transactions, qui finiront par devenir des dépôts dans d'autres banques, lesquelles prêteront à nouveau l'argent à de nouveaux emprunteurs, etc. Le multiplicateur de crédit est de l'ordre de 10 à 20 : un euro en devient de 10 à 20.

Cette multiplication des opérations de crédit crée un flux monétaire instantané dont la vitesse peut augmenter ou ralentir en fonction de différentes exigences réglementaires. Le rôle des banques commerciales consiste d'ailleurs, de manière contre-intuitive, à accélérer la déthésaurisation de la monnaie qui leur est confiée. En incitant à la déthésauri-

sation, les banques transforment un stock de monnaie en un flux qui traverse l'économie.

La création de monnaie a besoin d'une communauté de banques commerciales pour fonctionner : une banque seule ne pourrait l'activer. Chaque institution contribue donc à la création monétaire, ce qui conduit certaines d'entre elles à devenir systémiques, c'est-à-dire à jouer un rôle incontournable dans la création monétaire. La faillite de banques systémiques s'assimilerait à une rupture du flux monétaire, qui aurait des effets immédiats sur l'économie réelle.

Comme les banques commerciales n'existent que par le réseau qu'elles constituent, on comprend pourquoi il importe d'entretenir une concurrence suffisante dans ce secteur, pourtant naturellement oligopolistique. Si le nombre de banques se rétrécissait excessivement, cela conduirait à faire reposer progressivement la création monétaire sur les banques centrales. Ces dernières dépasseraient alors le rôle de prêteurs en dernier ressort pour devenir les animatrices d'un marché interbancaire. Cette situation correspondrait à une nationalisation du crédit et de la création monétaire, qui ne serait plus tempérée par les règles de l'économie marchande de l'offre et de la demande de crédit.

La base monétaire dépend donc de la variation du crédit bancaire. Un des freins au dispositif est le niveau des capitaux propres des banques commerciales, qui oblige, chaque fois qu'un crédit est octroyé, à en geler une quote-part.

Les actionnaires privés des banques sont, quant à eux, des passagers « clandestins » de la création monétaire. Ils prennent le risque d'absorber les premières pertes du système bancaire avec l'espoir d'en engranger une fraction des bénéfiques. En même temps, si les actionnaires privés supportent les premières pertes, ils ne sont jamais obligés de combler le passif, c'est-à-dire d'apporter des capitaux propres complémentaires en cas d'insuffisance. En effet, ce n'est que lorsque les actionnaires auront perdu l'entièreté de leur patrimoine que les déposants seront impactés négativement, c'est-à-dire ne récupéreront qu'une partie de leur épargne. C'est le principe de la société de capitaux à responsabilité limitée.

*Trends*, mars 2012

## Les trous noirs de la monnaie

---

À l'instar des références cosmiques, il existe de nombreux trous noirs dans la théorie monétaire, c'est-à-dire des questions dont les réponses sont indécisées.

Une de ces dernières concerne la quantité de monnaie. Quelle devrait être l'offre optimale de monnaie ? Doit-elle correspondre à un certain niveau de flux de commerce ou de démographie ? Doit-elle être affectée par la nature des activités humaines et la productivité ou par les oppositions entre les facteurs de production ? Ou bien devrait-elle être laissée à la libre appréciation du marché, comme le suggèrent plusieurs théoriciens libéraux, pour lesquels même le monopole régalién de battre monnaie est injustifié ?

Et puis, quel est le juste niveau de prix de la monnaie, c'est-à-dire le niveau approprié des taux d'intérêt ? Quel est donc son juste pouvoir d'achat en termes de tous les autres biens de l'économie ?

Aucun économiste sérieux n'oserait formuler une réponse à ces questions, mais cela n'a peut-être pas d'importance, car la quantité de monnaie pourrait être non pertinente.

Parmi les nombreux courants de pensée, l'école quantitative considère que l'offre et le prix de la monnaie devraient être laissés au marché. Cette école suggère (de manière simplifiée) que la monnaie n'est qu'une expression numérique. La quantité de monnaie et le taux d'intérêt sont donc neutres. On ne crée pas un pouvoir d'achat par la monnaie, mais par l'offre de marchandises.

Toutes choses restant égales, une variation de la quantité de monnaie entraîne, avec un éventuel retard, une variation des prix, sans impact sur l'économie réelle. Sous cet angle, la monnaie n'est plus un étalon, mais l'expression relative d'un niveau de prix. La variation de l'offre de monnaie se limite donc à altérer l'« efficacité » de chaque unité monétaire. Tout se passe comme si l'augmentation (la contraction) de l'offre de monnaie se limitait à diluer (concentrer) le pouvoir d'achat de chaque unité monétaire, sans effet sur l'économie réelle. Il n'y a pas d'inflation structurelle si la masse monétaire est proportionnelle à la production des biens et services.

Je dois confesser que l'école quantitative me semble le mieux refléter (hors variations marginales) la réalité du phénomène monétaire. L'intuition me conduit à suggérer que la sphère monétaire est un référentiel fugace, avec peu d'ancrage dans l'économie réelle. Sous cet angle, l'étalon monétaire est relatif. Il est subordonné aux contractions/expansions de l'économie réelle. La quantité de monnaie est peu pertinente : c'est une donnée scalaire, sans point de repère fixe, c'est-à-dire indépendante de la base choisie.

En résumé, la variation de la quantité de monnaie ne crée aucun bénéfice social. Par contre, elle modifie les conventions qui ont été formulées, en considérant un certain niveau de quantité de monnaie. C'est ainsi que les États augmentent la quantité de monnaie pour influencer – au travers d'une offre de monnaie plus abondante – sur la valeur de leurs dettes publiques. On pourrait donc supputer que la quantité de monnaie est neutre, sauf pour les conventions passées. C'est pour cette raison que les États ont progressivement capturé le monopole de la création monétaire, tout en dissociant la monnaie d'un référentiel alternatif (et thésaurisable), comme l'argent et l'or. Les États ont imposé un cours légal à la monnaie et instauré l'indépendance et l'unicité des banques centrales afin de pouvoir modifier la quantité de monnaie et donc la valeur de leurs propres dettes publiques. L'État n'autorisera jamais le marché à déterminer seul la quantité de monnaie, contrairement aux revendications de certains économistes qui avancent que la liberté monétaire est la seule manière de discipliner ces mêmes États. Il en va de même pour les monnaies privées et alternatives, qui sont destinées à rester accessoires au motif qu'elles ne peuvent pas concurrencer l'offre étatique de monnaie.

*L'Écho, blog, avril 2013*

---

## Les bulles de monnaie existent-elles ?

---

On connaît les bulles d'actifs. L'histoire en recense d'ailleurs de très nombreuses, à commencer par celle des tulipes hollandaises, au début du dix-septième siècle. Au reste, les cycles d'une bulle sont connus : après un

envol du prix, une frénésie s'empare des acheteurs, avant que la panique ne fasse tressaillir le marché et conduise à l'éclatement de la bulle.

Mais la monnaie elle-même peut-elle faire l'objet d'une bulle ?

À première vue, ce serait possible si la monnaie était représentée par une valeur métallique, telle que l'or ou l'argent. Dans le cas d'une bulle, ce métal serait tellement recherché que sa valeur relative augmenterait par rapport aux autres biens. Une bulle monétaire conduirait donc à la thésaurisation, suivant le principe de la loi de Thomas Gresham (1519-1579), qui postule que la mauvaise monnaie chasse la bonne. En effet, lorsque deux monnaies (des biens réels et de l'or, par exemple) se trouvent simultanément en circulation, les agents économiques préfèrent conserver et thésauriser la bonne monnaie et utiliser la mauvaise pour payer leurs échanges dans le but de s'en défaire au plus vite. La confiance dans la monnaie se mesure donc par la profondeur de sa prévisibilité en tant qu'instrument de thésaurisation.

Mais dès le moment où le support de la monnaie conduit à son exclusive thésaurisation, cette dernière nie son propre fonctionnement monétaire. Une monnaie uniquement thésaurisée n'est donc plus utilisée pour des transactions : la monnaie se démonétise elle-même. Une bulle monétaire est donc difficilement concevable, tout comme son éclatement.

On pourrait cependant considérer que l'éclatement d'une bulle monétaire, c'est-à-dire l'éclatement de la monnaie elle-même, correspond à l'hyperinflation. Dans ce cas, la monnaie resterait un référentiel général, mais sa dépréciation rapide lui enlèverait sa fonction de thésaurisation. La monnaie brûlerait les doigts et deviendrait uniquement transactionnelle, jusqu'à en être disqualifiée pour se rapprocher du troc. Là aussi, la monnaie disparaît, en se disqualifiant elle-même en tant qu'instrument de thésaurisation.

La monnaie est donc singularisée : elle ne peut pas faire l'objet d'une bulle ou de l'éclatement d'une bulle, puisqu'elle est le référentiel (relatif) par rapport auquel la bulle d'un actif se mesure *in fine*.

Ce qui précède pose la question de la concomitance des deux utilités de la monnaie, à savoir les fonctions de transaction et de thésaurisation. La fonction transactionnelle repose essentiellement sur la reconnaissance



spatiale du signe monétaire, tandis que la fonction de thésaurisation correspond à la pérennité de la légitimation temporelle.

La monnaie doit conserver un certain équilibre entre ses fonctions de transaction et de thésaurisation. Une monnaie dépréciée (ou qui suscite la méfiance) devient essentiellement transactionnelle, au détriment de sa fonction de thésaurisation et d'investissement. Par contre, une monnaie qui devient trop rare perd sa fonction transactionnelle. La monnaie n'est finalement qu'un bien transitif, que seul valide l'acte d'échange contre des biens et des services.

En conclusion, une bulle monétaire – et son éclatement – constitue la disqualification de la monnaie. L'éclatement d'une bulle monétaire s'assimile au scénario de l'hyperinflation, cyniquement qualifiée de situation où les biens sont plus embarrassants que la monnaie elle-même.

*L'Écho, blog, avril 2013*

## **Une nouvelle monnaie : la minute de téléphone**

---

Depuis la crise de 2008, des idées de monnaies alternatives fleurissent partout dans le monde. Certaines sont destinées à promouvoir un commerce de proximité ou l'artisanat local. D'autres, fondées sur le don ou des comportements éthiques, visent à récompenser des actes citoyens. Toutes trouvent leur origine dans l'idée de la monnaie fondante de Silvio Gesell, un économiste belgo-allemand du dix-neuvième siècle qui théorisa les monnaies privées affectées d'une perte de valeur régulière afin de stimuler leur circulation (d'où l'idée de monnaie qui fond ou d'argent « qui rouille »).

En Afrique, une nouvelle monnaie est en train d'émerger : les unités de temps de communication par GSM, transférables, notamment, par SMS. La monnaie est donc la minute de temps de parole ou un nombre de SMS. Il s'agit bien d'une monnaie fondante, qui stimule sa propre circulation puisque les unités téléphoniques peuvent perdre de la valeur selon leur date d'expiration ou les variations de tarifs téléphoniques.

Cela suppose implicitement que les opérateurs de téléphonie jouissent d'un crédit plus robuste que les États qui battent la monnaie. Les États tendent d'ailleurs toujours à interdire que des monnaies alternatives prennent une envergure qui nuirait au monopole régalién d'émission monétaire.

Par ailleurs, les monnaies parallèles ont pour inconvénient qu'elles dépendent d'un stock (et non d'un flux) figé d'unités (les minutes de téléphone, dans le cas présent) qui ne se reproduit pas. Le « circuit monétaire téléphonique » ne peut donc pas féconder et multiplier la monnaie d'unités de téléphone, mais au mieux en faire circuler le stock. La monnaie téléphonique ne passe, en effet, pas par le système bancaire, qui permet de démultiplier la monnaie au travers de ce que les économistes appellent le multiplicateur de crédit ou de ce que les Anglais désignent par l'adage *loans make deposits*.

Ce mécanisme conduit à ce qu'un dépôt auprès d'une banque commerciale soit prêté à nouveau par cette dernière à un autre agent économique. Celui-ci utilisera la monnaie empruntée pour effectuer des transactions, qui finiront par devenir des dépôts dans d'autres banques, lesquelles prêteront l'argent à de nouveaux emprunteurs, etc.

Cette multiplication des opérations de crédit crée un flux monétaire instantané dont la vitesse peut augmenter ou ralentir en fonction de différentes exigences réglementaires. Le rôle des banques commerciales consiste d'ailleurs, de manière contre-intuitive, à accélérer la déthésaurisation de la monnaie qui leur est confiée. En incitant à la déthésaurisation, les banques transforment un stock de monnaie en un flux qui traverse l'économie.

Dans le cas des unités téléphoniques, le stock de monnaie ne se perpétue pas, puisqu'il s'exprime hors du multiplicateur de crédit. C'est la raison pour laquelle Keynes aurait rejeté ce type de monnaie, au motif qu'elle ne fonctionnerait que dans une économie fermée, à savoir celle qu'il qualifiait de « Robinson Cruséo » dans sa théorie générale.

Quoi qu'il en soit, cette nouvelle monnaie téléphonique est intéressante. Elle démontre que la monnaie est tout sauf un phénomène stable.

*L'Écho*, février 2013

## La pierre philosophale de la monnaie et des dettes

---

Un intéressant livre circule dans la communauté des économistes. Il s'intitule *Paper Promises*<sup>1</sup>, ce qu'on pourrait traduire candidement par l'expression « des promesses en l'air », s'il ne s'agissait d'un ouvrage qui traite... de la monnaie papier.

La thèse du livre est que l'endettement public est inhérent aux collectivités développées qui anticipent le bien-être des générations futures. La monnaie fiduciaire fut inventée et est utilisée pour reporter sa dépréciation (au travers de l'inflation) ou la perte de substance de sa garantie (au travers d'une répudiation des obligations publiques) sur les générations futures, qui espèrent elles-mêmes en reporter la dépréciation... sur les générations suivantes.

La thèse est séduisante.

Elle ramène à l'hypothèse du Contrôleur des finances du Royaume de France entre 1768 et 1774, l'abbé Terray (1715-1778), qui supputait que « la banqueroute est nécessaire, une fois tous les siècles, afin de mettre l'État au pair », ou à la référence biblique du *Lévitique* qui invoque une remise de dettes tous les cinquante ans.

Et aujourd'hui ?

Dans le meilleur des cas, la remise des dettes publiques s'effectuera avec l'aide de la croissance retrouvée et d'une fiscalité repensée. Au pire, il s'agira d'une banqueroute, comme en Grèce, ou d'une longue stagnation.

Mais quel que soit l'aboutissement de la crise des dettes publiques, une chose semble certaine : ces dettes ne seront pas remboursées avec un étalon monétaire qui garde son pouvoir d'achat.

Mais c'est peut-être cela, la pierre philosophale du phénomène monétaire et de sa représentation fiduciaire sous forme de dettes publiques.

La monnaie et les dettes publiques relèvent d'une adhésion collective et d'une confiance attribuée aux États. Ces derniers doivent honorer l'emprunt permanent du bien-être futur que leurs populations exigent.

---

1 P. COGGAN, *Paper Promises*, Allen Lane, 2011.

Les États sont donc obligés de corrompre progressivement leur monnaie afin de satisfaire les populations existantes, sans toutefois mettre en péril le bien-être des générations futures, qui doivent absorber le remboursement des dettes publiques.

La monnaie et les dettes publiques sont un contrat innomé entre une génération et les suivantes, établi sur le gigantesque postulat de la croissance économique et du respect de l'ordre social.

Il faut donc que les États trouvent un subtil équilibre entre les titulaires de la dette publique et leurs débiteurs, qui ne sont rien d'autre que leurs propres contribuables actuels ou futurs. Si cet équilibre n'est pas trouvé (ou, devrais-je dire, si l'impression d'un équilibre n'est pas partagée), le risque est de tomber dans l'anarchie monétaire ou dans la nationalisation du secteur financier.

Ces solutions monétaires extrêmes correspondent à des ruptures de l'ordre social, dont elles sont la cause et l'aboutissement. Or – on le sait – l'ordre monétaire est toujours subordonné à l'ordre social.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## En route vers une belle inflation

---

Cette fois, ça y est!

Lorsqu'on décode les récents messages du président de la Federal Reserve et de celui de la Bank of England, on lit que l'objectif de contrôle de l'inflation est désormais devenu secondaire par rapport à la croissance. Les banques centrales anglo-saxonnes vont donc promouvoir la consommation, au détriment de l'épargne, en augmentant la création monétaire.

C'est l'inflation qui nous attend.

Il est évident que le président de la B.C.E. suivra, afin d'éviter que l'Europe s'enfonce dans une récession entretenue par des plans de rigueur et une monnaie trop forte.

Les doctrines de Mervyn King (Bank of England) et de Jean-Claude Trichet sont abandonnées.

Les marchés mettront quelques mois à intégrer cette réalité.

À ce moment, il y aura peut-être un krach obligataire.

Mais, finalement, il était tellement intuitif que les pays trop lourdement endettés finiraient par utiliser la planche à billets.

Les récentes mesures créeront donc de l'argent sans produire de capital.

L'inflation devra donc être contrôlée afin de conserver l'équilibre des épargnes constituées et à constituer. Mais il y a plus : peut-être faut-il d'ailleurs voir l'inflation comme la meilleure sortie de crise et la préparer, dans ses modalités connexes et dans sa proportion.

Une inflation de l'ordre de 4 à 6 % devrait peut-être être prévue et gérée afin d'éviter qu'elle s'égaré en hyperinflation, qui est elle-même créée par l'emballlement des anticipations. L'hyperinflation est une « fuite devant la monnaie », qui entraîne sa perte de crédibilité. La monnaie perd alors son pouvoir libérateur. Le pire serait, en effet, une perte de confiance dans la monnaie, à côté de laquelle l'inflation paraît un moindre mal.

Une déliquescence monétaire n'est pas un événement impossible, quoique d'une probabilité infinitésimalement petite.

Il faudra, comme Attali l'avait averti, éviter un Weimar planétaire.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## L'hyperinflation

---

L'inflation est un scénario économique plausible. L'hyperinflation est, par contre, beaucoup moins probable, puisqu'on parle d'hyperinflation lorsque la hausse des prix dépasse 50 % par mois pendant au moins une année.

Quelles sont les causes principales d'hyperinflation ?

Les études académiques en recensent quatre :

1. l'écroulement d'une union monétaire et l'impossibilité de solder correctement des balances des paiements (exemple : le sabordage de l'Union soviétique) ;
2. la guerre ;

3. des décisions politiques inconsidérées, comme sous la Révolution française ou d'autres périodes de renversement de pouvoir comparable ;
4. le populisme ou la folie d'un dirigeant, comme au Zimbabwe.

Un pays qui quitterait la zone euro ferait probablement face à un phénomène d'hyperinflation. Il en serait de même si la zone euro se désagrégait.

Par contre, le maintien de la zone euro passera par un indispensable assouplissement monétaire, qui entraînera de l'inflation, mais pas d'hyperinflation.

*L'Écho, blog, décembre 2012*

---

## Il faut créer de la monnaie et de l'inflation

---

Lorsque je lis les prospectives de la plupart des économistes, je ne décelé que l'attentisme comme moyen de s'extraire de la crise économique.

Certes, l'un avancera qu'il faut relâcher un peu la rigueur budgétaire, l'autre suggérera qu'il faut poursuivre sur la voie des réformes, etc.

Mais, finalement, je ne tire aucun enseignement décisif alors que nous titubons d'une crise à l'autre.

À cela, on me rétorquera que l'économie est une science trop humaine pour s'accommoder de solutions incontestables.

C'est vrai, mais rien n'est pire que les rentiers de doctrines obsolètes.

D'ailleurs, réfléchissons : la crise économique est d'une envergure comparable à celle de la dépression des années trente (un quart des jeunes se trouve au chômage comme dans les années d'avant-guerre) et les dettes publiques sont totalement impossibles à rembourser ET (j'insiste sur le « et ») ne peuvent être reportées sur les générations suivantes, puisque les jeunes (au chômage) vont devoir supporter le financement du vieillissement d'un nombre croissant de personnes inactives.

De surcroît, l'euro est devenu un étalon monétaire trop rigide et nous sommes englués dans un phénomène rarissime, à savoir le piège de la

liquidité, qui conduit à rendre la politique monétaire et budgétaire inopérante.

Certains comparent même notre situation à une économie « à la japonaise ».

Que faut-il faire ?

Il faut créer de la monnaie et de l'inflation. Il s'agit donc d'accepter de répartir harmonieusement le coût de la reprise entre les travailleurs actuels, les prochaines générations et les détenteurs de capital improductif.

Pourquoi ?

Essentiellement parce que la seule manière d'extraire une économie du piège de la liquidité, de faciliter le remboursement des dettes publiques (pour autant que les États conduisent les banques sur lesquelles ils exercent le contrôle actionnarial ou prudentiel à financer ces mêmes dettes) et de stimuler l'activité économique, c'est la création monétaire.

La création monétaire et l'inflation ne sont donc pas des solutions idéales, mais plutôt des choix résignés alors que nous nous enfonçons dans l'économie de la dépression. Le vrai risque de nos économies est d'ailleurs la récession, plutôt que l'inflation, alors que certains esprits bien-pensants invoquent la rigueur comme la conséquence d'un fatalisme moralisateur.

Du reste, comment imaginer que nous arriverons à rembourser les stratosphériques dettes publiques dans un monde sans croissance, sans corrompre la contrepartie comptable des dettes, à savoir le pouvoir d'achat de la monnaie ?

À mes yeux, c'est d'ailleurs la raison pour laquelle les États et la B.C.E. ont mis temporairement le secteur financier sous une tutelle publique forte, afin de recapturer le circuit de la création monétaire.

Il est impossible d'identifier un seul économiste de qualité qui ne recommande pas l'inflation pour sortir de la crise de l'euro. C'est ainsi que Krugman et Stiglitz, deux récents prix Nobel en économie, Rogoff et Blanchard (les ancien et actuel économistes en chef du F.M.I.) recommandent tous de relever les objectifs d'inflation de la B.C.E.

Ce devrait être un léger indice, non ?

*L'Écho, blog, décembre 2012*

## Ça va mieux, car tout va plus mal!

---

Les messages rassurants de la B.C.E. et des autorités européennes doivent, à mon intuition, être appréciés avec circonspection, car si la situation s'améliore dans certains pays, c'est que toute l'Europe tombe en récession. La bonne nouvelle est donc que la récession gagne tous les pays plutôt qu'un nombre réduit.

C'est singulier. Il est, par exemple, incompatible de conserver une monnaie forte (et dépouillée d'inflation) et des dettes publiques d'une envergure inconnue. De même, l'absence de croissance conduit au chômage, qui est aggravé par les politiques d'austérité budgétaire et monétaire. Comment avancer que la situation s'améliore alors que le taux de chômage a dépassé, dans certains pays, le seuil des années trente ?

Il faudra aussi s'atteler à résoudre la délicate équation des inégalités générationnelles : une partie des *baby-boomers* a hypothéqué les ressources des générations futures en leur imposant des engagements financiers insupportables.

Ne nous leurrions pas : cette crise de l'euro est profonde et polymorphe. À mon intuition, elle est le signal d'un profond basculement idéologique de nos communautés, qui tendront vers une étatisation plus prononcée.

Il faudra réfléchir à un nouveau contrat de solidarité entre les générations, car la crise ne peut pas être résolue par un report infini de nos engagements publics sur les travailleurs de demain. La crise de 2008-2009 a peut-être signé la fin d'une expansion libérale de l'économie. Il faut s'atteler à résoudre les inégalités, faute de quoi ce sera la rue qui s'exprimera de manière inattendue.

*L'Écho, blog, janvier 2013*



## Une situation à la japonaise en Europe, vraiment ?

---

Dans un article récent du *Financial Times* (« Japonomics goes where few nations have gone before », 12 janvier 2013), un éditorialiste rappelait que le prix Nobel Friedman avait identifié le fait que les périodes de taux d'intérêt bas sont caractéristiques des politiques monétaires restrictives.

En d'autres termes, lorsqu'une banque centrale contracte la masse monétaire, les taux d'intérêt s'effondrent, car cela entraîne une récession globale.

Par contre, lorsqu'une banque centrale augmente la quantité de monnaie, cela ne crée aucune richesse réelle, mais cela suscite une anticipation d'inflation qui accroît les taux d'intérêt.

Au Japon, cette leçon d'économie est prise au pied de la lettre par le nouveau Premier ministre, qui veut accélérer la création monétaire afin d'affaiblir le yen et de stimuler la croissance économique. Il veut aussi nationaliser la banque centrale et la subordonner aux autorités politiques.

Cette stimulation prendrait deux formes : tout d'abord, un cours de change déprécié est une manière d'améliorer le potentiel d'exportation d'une économie.

Mais l'inflation a un autre effet : elle encourage la consommation, puisque le renchérissement du prix des biens conduit à anticiper les achats plutôt qu'à les retarder.

En Europe, on craint une situation récessionnaire à la japonaise. Si c'est vraiment le cas, pourquoi ne pas prendre exemple sur la nouvelle orientation japonaise, qui conduit à l'expansion monétaire ?

*L'Écho*, blog, janvier 2013

## Les taux d'intérêt sont trop bas

---

Les taux d'intérêt souverains sont trop bas, beaucoup trop bas.

Leur niveau est historiquement peu élevé et conduit à des taux réels (c'est-à-dire minorés de l'inflation) négatifs.

Cette réalité de taux d'intérêt bas doit être répercutée par les institutions financières sur leurs propres clients (déposants, titulaires d'assurance vie, etc.).

Au-delà des techniques mathématiques, je crois que les taux d'intérêt sont trop bas pour au moins deux raisons.

Tout d'abord, il est inéluctable que nous subissions une poussée d'inflation, qui sera le résultat d'une éventuelle reprise économique, elle-même alimentée par l'augmentation de l'offre de monnaie mise en œuvre par les banques centrales. Il ne faut pas oublier que les dettes publiques sont gagées par la monnaie et qu'il sera tentant pour nos gouvernements de rembourser cette dette avec de la monnaie dépréciée par l'inflation. Ce débouché inflationniste est devenu tellement évident que les gouvernants du G20 ont dû signaler qu'ils ne se lanceraient pas dans une guerre des devises dont la seule finalité serait l'inflation.

Ensuite, la dette publique n'est jamais remboursée : elle est refinancée par l'impôt et... par l'emprunt. Mais cette dette pose une question d'équité générationnelle et de justice sociétale : qui nous assure que les prochaines générations accepteront de refinancer nos dettes publiques tout en maintenant leur pouvoir d'achat ? Si elles refusent, les États devront étaler les dettes publiques dans le temps ou les déprécier par l'inflation. Le taux d'intérêt des dettes publiques doit donc au moins refléter le doute concernant l'acceptation de ces dernières par les futures générations. Sous un autre angle, la réalité de la dette publique est fondée sur la continuité de l'ordre social (raison pour laquelle Marx la qualifiait de « capital fictif »). Ce doute, qui est d'autant plus important si la classe moyenne se désintègre, devrait être reflété dans une prime de risque, c'est-à-dire des taux d'intérêt plus élevés.

Ces risques (inflation et acceptation générationnelle) me semblent absents du niveau des taux d'intérêt. Ils devraient pourtant être reflétés.

*L'Écho, blog, avril 2013*

---

## Une hausse des taux

---

Un récent article du *Financial Times* rappelait les affres traversées par les marchés financiers en 1994, lorsque les taux d'intérêt s'élevèrent très brusquement, entraînant un choc bancaire sans précédent.

Certains se posent la question de savoir si une telle situation est plausible en 2013.

Les taux d'intérêt pourraient-ils brusquement monter ?

L'hypothèse ne doit pas être exclue : elle a d'ailleurs été qualifiée de scénario envisageable par le gouverneur de la Banque nationale, lors d'un entretien de fin d'année au magazine *Trends*.

Mon intuition est que les taux d'intérêt souverains sont trop bas. Ils n'incorporent pas une prime d'inflation suffisante et l'éventualité d'une restructuration de la dette publique dans certains pays du sud de l'Europe. De manière simpliste, je me dis que :

- soit on conserve une politique d'austérité en pleine récession, et la solvabilité de certains États va en être affectée au point de les rendre plus à risque, ce qui entraînera une augmentation des taux d'intérêt ;
- soit la B.C.E. décide d'accélérer la monétisation des dettes, et cela aura pour conséquence d'entraîner une hausse des taux à travers une prime inflationniste.

*L'Écho, blog, mars 2013*

---

## Et si c'était encore plus grave ?

---

Depuis le début de la crise de la dette étatique, dont les premiers chocs se sont fait entendre en 2009, je suis convaincu que la solution sera monétaire. Il s'agirait donc d'augmenter l'offre de monnaie afin de diminuer le pouvoir d'achat au travers de l'inflation. Cette conviction est intacte. Elle ne relève pas de la futurologie de l'économie, mais des choix de politiques. Je ne dis pas qu'il y aura une augmentation d'inflation : j'invoque cette dernière comme une solution à la crise de l'endettement public.

Cette intuition découle du fait que le stock de dettes publiques, dont le remboursement ordonné est improbable, correspond à un déplacement d'épargne, donc à un stock de monnaie. Toute dépréciation des dettes publiques ira de pair avec une déperdition de la valeur de la monnaie, comme on a pu l'observer au travers du défaut de paiement grec ou de la confiscation des dépôts bancaires chypriotes. On étudiera aussi certainement des consolidations ou des rééchelonnements de dettes dans les pays du sud de l'Europe, alors que le contrôle du secteur bancaire par le secteur public s'est renforcé.

L'inflation est une solution monétaire moins brutale, en ce qu'elle dilue l'ajustement économique dans le temps, pourvu que ses effets soient absorbés par les agents économiques avec justice sociale. Au reste, l'inflation ne rend personne plus riche : elle déplace latéralement, du créancier vers le débiteur (essentiellement public, c'est-à-dire les agents économiques composant la majorité de la population), la charge de l'endettement passé. C'est ainsi que l'inflation est un facteur de rééquilibrage générationnel et social des richesses.

Le problème, c'est que l'inflation ne semble pas s'amorcer, malgré les gigantesques flots de création monétaire dont les banques centrales ont ouvert les vannes. Il semble même qu'elle baisse au rythme de cette même création monétaire, entraînant l'or et les matières premières dans son repli.

Nous nous enfermerions alors dans le piège de la liquidité de Keynes, c'est-à-dire une circonstance au sein de laquelle la monnaie est conservée sous forme d'encaisses plutôt qu'utilisée dans des projets d'investissement ou de consommation. Ce serait alors la déflation.

Si la création monétaire est inopérante, alors, c'est grave. C'est même tragique, car cela signifie que le monde s'enfoncé peut-être dans une longue récession, que j'avais pressentie au début de cette année en comparant l'année 2013 à 1933.

En d'autres termes, l'absence d'inflation équivaldrait à une lente consommation de l'économie productive.

Comment sortirions-nous de cette zone économique stérile? Sans doute au travers d'une poursuite de l'étatisation de l'économie, c'est-à-dire la continuation de l'augmentation des dettes publiques et de leur refi-

nancement par les autorités monétaires. L'absence d'inflation conduirait aussi à accélérer la mise en œuvre des actions politiques (déficit budgétaire et création monétaire) qui devraient susciter cette même inflation.

Mon intuition est donc indemne : l'inflation est un moindre mal. Si elle ne se déclenche pas, il faudrait encore plus de création monétaire pour s'extraire du piège de la liquidité et d'une éventuelle déflation. En d'autres termes, l'absence d'inflation devrait exiger la création monétaire... afin de susciter de l'inflation.

Un scénario inverse, fondé sur une monnaie forte dans une économie dépourvue d'inflation, conduirait à des chocs politiques et sociaux, dont l'histoire nous a enseigné les méfaits.

Ceux qui, aujourd'hui, prônent la rigueur budgétaire et monétaire seraient bien inspirés d'étudier la séquence des événements économiques des années trente.

*L'Écho, blog, mars 2013*

# Gestion fiscale et comptable

## L'insoluble équation de l'impôt

---

Au cours de l'année 2013, un débat fiscal important devra être poursuivi. La question portera sur le type de fiscalité que le Royaume mettra en place, avec la perspective d'un contrôle du déficit budgétaire, mais aussi du glissement progressif vers une fiscalité régionale.

L'équation du pays sera très complexe à résoudre : la dette publique, trop élevée, sera majorée du déficit prévisible en matière de financement du coût du vieillissement de la population, alors que le nombre relatif de travailleurs actifs diminue. Il s'agit donc de structurer la fiscalité dans un contexte de récession, mais aussi d'inversion des courbes démographiques. Sous cet angle, l'État-providence a atteint la finitude de sa formulation actuelle, puisqu'il est devenu collectivement une dette plutôt qu'un actif stratégique. D'année en année, la gestion des finances publiques a d'ailleurs consisté à ajuster les recettes fiscales aux dépenses et non l'inverse.

La crise de l'euro se greffe sur cette réalité peu enthousiasmante, dans la mesure où les orientations européennes conduisent à restreindre les déficits publics plutôt qu'à accepter leur relâchement afin de contrer la récession.

La chimie fiscale devient donc presque inquiétante : il s'agit de réduire le déficit public malgré une récession, tout en espérant que les mesures budgétaires (baisse des dépenses et augmentation des recettes) n'alimentent pas cette même récession, alors que le nombre relatif de travailleurs actifs baisse. Cette formulation fiscale est d'ailleurs devenue une antithèse : on réduit le déficit budgétaire en contractant l'économie dans l'espoir de la faire croître. En novembre 2012, cette réalité a conduit (à juste titre) le gouvernement à mettre en œuvre des mesures fiscales qui ne touchent pas directement la consommation intérieure.

Mais que va-t-il se passer dans les prochains mois ? À mon intuition, le débat portera sur la nature de l'impôt. Il s'agira de déterminer selon quel gradient il frappera les contribuables.

Un premier choix devra être opéré sur la contribution des impôts indirects, telle la T.V.A. Ces impôts sont dégressifs, car ils frappent, en termes relatifs, plus lourdement les revenus faibles. La taxation de la consommation est donc critiquable. En effet, elle n'augmente pas avec les revenus et chaque citoyen doit consommer des biens de première nécessité. Les impôts de consommation sont aussi injustes socialement, sauf s'ils induisent une consommation qui nuit moins à la collectivité et donc aussi à l'environnement, parce qu'elle peut être substituée sans réelle perte de bien-être. Mais, en même temps, ces impôts sont caractérisés par une large assiette et une perception immédiate. La tentation sera grande de les évoquer dans un contexte qui sera d'évidence inflationniste.

Mais le véritable débat ne se situe pas là. La question portera sur le fait de savoir si l'impôt belge s'oriente vers une fiscalité de flux ou de stock.

Une fiscalité de flux, c'est-à-dire qui touche les revenus, profite de la croissance économique, tout en amortissant les chocs conjoncturels.

Une fiscalité de stock (c'est-à-dire un impôt sur le capital et non les revenus qui en sont dérivés), en revanche, ponctionne les actifs accumulés, au risque de ne pas tenir compte des aléas de la conjoncture. Un impôt patrimonial ne tient en effet pas compte de l'absence de revenus de ce même patrimoine ou du risque qui les affecte. C'est ainsi qu'un impôt sur le stock d'actifs finit toujours par frapper les actifs mobiliers et non les biens immobiliers, dont la métrique de taxation est différente. Or la valeur des biens mobiliers est plus volatile. Un impôt sur la fortune mobilière profite donc des effets d'aubaine conjoncturels. Un tel impôt est également contraire à l'exigence de neutralité et de prévisibilité de l'impôt, sans tenir compte des phénomènes de double taxation. De plus, taxer l'épargne placerait les contribuables dans une double suffocation. Les épargnants seraient de fait davantage imposés, tout en devant accroître leur épargne afin de faire face au désengagement de l'État dans les systèmes de protection sociale. Réduire les revenus différés tout en pénalisant l'épargne est donc une démarche contradictoire. Une taxation de l'épargne contrarierait d'ailleurs un phénomène économique élémentaire identifié par l'économiste David Ricardo (1772-1823). Selon ce

dernier, il y a une équivalence entre l'augmentation de la dette publique et celle de l'épargne, en prévision de hausses d'impôts futures destinées à financer cette même dette publique.

Entre un impôt de stock et un impôt de flux, la solution sera sans doute médiane, avec une adaptation de la progressivité de la taxation des revenus, ajustée aux réalités générationnelles. Mais cela ne suffira pas. Il faudra donc une grande réforme fiscale. Face à ces réalités accablantes, une autre solution est intuitive : il faut réduire le poids de l'État dans l'économie. Toutefois, c'est un postulat qui est plus incantatoire qu'opérateur. Tout d'abord, parce que peu d'entre nous sont conscients des biens publics dont nous jouissons. Ensuite, parce que c'est politiquement délicat, car nos communautés ont choisi une équation sociale qui attribue à l'État un rôle important, surtout en période de crise.

*L'Écho*, février 2013

## **Prophéties désespérées et questions désagréables**

---

Le pire message qu'un économiste puisse donner, c'est que cela ira mieux... en 2014. En effet, l'attentisme résume l'économie à la Providence et fait abstraction des choix politiques que nous devons opérer. Or il faut se préparer à une décennie économique de terre brûlée, parce que nous avons emprunté le bien-être des générations futures et que l'empreinte psychique et « socio-économique » de l'Europe est trop ancrée dans les États-providence.

L'annonce d'une économie plus dure n'est pas un message facile. Mais cette réalité ne signifie ni résignation, ni prophétie désespérée. C'est cela, peut-être, le message de cette crise : il faut repenser la pensée, sortir de nos réflexes idéologiques et culturels, et redéfinir ensemble la prospérité économique de notre pays. Le *statu quo* est intenable.

Il faudra poser les questions désagréables : comment stimuler l'esprit d'entreprise et la flexibilité du travail ? Comment changer nos mentalités d'attente de la part de la collectivité ce que nous refusons de lui donner ? Comment stimuler le travail ? Comment répartir l'impôt sur le cycle de



vie des contribuables et non pas sur plusieurs générations? Comment repenser le caractère assurantiel de la sécurité sociale et la fonction redistributrice de l'impôt, etc. ?

Ces questions sont très complexes et personne n'aura de réponse unique. Pourtant, il faut s'atteler à la réflexion, car les foyers de croissance du monde se recomposent, avec une zone européenne à la croissance autonome très faible, suite à un manque de capacité d'innovation et à la finitude d'un capitalisme d'endettement et d'accumulation. Au cours des dix dernières années, les économies occidentales se sont limitées à croître grâce à une politique d'endettement public, aux conséquences artificielles et éphémères. La croissance de l'Europe continentale va en être durablement affectée.

Nous traverserons une immersion dans une économie de marché beaucoup plus exigeante, voire prédatrice, au sein de laquelle l'État, intoxiqué par quatre décennies d'endettement croissant et de manque de vision, sera contraint de revoir son rôle.

Les prochaines années signeront la fin de l'État-providence et des modèles de stimulation étatique à crédit. L'État deviendra banquier et devra organiser, par différents moyens, la déliquescence de son endettement.

Acculés par leur endettement, les États vont reprendre le contrôle du secteur financier en plaçant les banques sous une tutelle plus contraignante. Cette dernière conduira à exiger des banques de canaliser l'épargne vers le financement de leurs dettes. Les États vont donc recapturer le droit régalien de battre monnaie, dont le sabotage des accords de Bretton Woods en 1971 les avait dépossédés. En conséquence, les banques évolueront dans un état de nationalisation éthérée.

Certains États devront restructurer leurs dettes selon des modalités à définir. Les points cardinaux d'une restructuration de l'endettement seront donc : quelles générations subissent l'appauvrissement fiscal concomitant, dans quelle proportion les facteurs de production sont-ils affectés (le travail et le capital), quelle est la nature de la charge financière imposée à l'intérieur ou à l'extérieur du pays et, surtout, quel est l'étalement temporel de la restructuration ?

*L'Écho, blog, janvier 2013*

## Un Cooreman-De Clercq pour les P.M.E. ?

---

L'idée d'une nouvelle disposition « Cooreman-De Clercq » est esquissée par le ministre des Finances.

Cette piste est un élément majeur dans l'actualité fiscale du Royaume : après avoir augmenté le précompte mobilier, il faut un choc psychologique pour créer un véritable élan national vers le capital à risque, qui est le garant des emplois de demain.

Quels en seraient les contours intuitifs, sachant que ces mesures s'appliqueraient à toutes les entreprises, et non pas uniquement à celles cotées en Bourse ?

Il faut, en effet, se départir d'une idée : une disposition « Cooreman-De Clercq » n'a pas pour fonction de revitaliser la Bourse, mais d'aider les P.M.E., pour lesquelles l'accès au crédit est difficile et dont l'avantage en termes d'intérêts notionnels est insuffisant. C'est d'ailleurs le message de tous les partis politiques : promouvoir les P.M.E., qui créent l'emploi.

Il faut se souvenir que ces dispositions des années 1982-1983 avaient deux volets.

Le premier volet, appelé volet « Cooreman », constituait la véritable innovation. Elle consistait en une baisse de l'impôt des sociétés (ISOC) correspondant aux capitaux frais apportés à des entreprises. La déduction d'ISOC était elle-même modulée en fonction du fait qu'elle était, ou non, redistribuée aux actionnaires, car l'objectif était de rendre l'acquisition d'actions intéressante au travers du dividende. Ce volet serait aujourd'hui caduc, puisque les intérêts notionnels ont généralisé cette disposition.

L'autre volet, qualifié de volet « De Clercq », n'était que la réplique d'une disposition française conçue par le Ministre des Finances de l'époque, René Monory (1923-2009), qui avait imaginé une déduction fiscale pour l'acquisition d'actions nouvelles émises et conservées au moins pendant cinq ans par des particuliers. Cette disposition « De Clercq » ne visait pas à favoriser le dividende, mais bien la détention d'actions à long terme.

C'est cet aspect qu'il faudrait prioritairement promouvoir avec une idée de compte « pension », complémentaire aux dispositions existantes

du troisième pilier. Cela pourrait consister en la déduction d'un montant annuel consacré à des actions nouvellement émises (ou ressortissant à certains secteurs, tels l'innovation, la recherche, le développement, etc.), pour autant que ces actions soient détenues à long terme.

Les banques et compagnies d'assurances pourraient construire des fonds destinés à assurer le respect des règles de détention, comme elles le font pour l'épargne-pension.

À mon intuition, le projet pourrait être un succès, en ce qu'il s'inscrit dans une logique combinée de soutien à l'économie durable et de soutien à la constitution d'un complément de patrimoine. Il subsiste cependant des questions : ce système pourrait-il être limité aux actions belges nouvellement émises ? L'appétit pour le risque des particuliers est-il suffisant et, surtout, les entreprises ont-elles besoin d'émettre du capital à risque alors que les taux d'intérêt sont historiquement bas (pourtant, ils étaient au plus haut de l'après-guerre au début des années quatre-vingt) et que les intérêts notionnels ont contribué à recapitaliser les entreprises ?

Une idée serait de pouvoir, comme en France, déduire l'acquisition de titres de sociétés de croissance, pour autant qu'ils soient détenus à long terme. Le système flamand des Arkimedes est, à cet égard, une référence utile.

*L'Écho, blog, janvier 2013*

---

## Un impôt au service des actionnaires

---

Sur l'échelle de Richter des bouleversements économiques, les années 2008-2013 auront été celles du pire choc sismique en un siècle. La recapitalisation précipitée de plusieurs institutions financières a rappelé les risques inhérents à l'investissement boursier.

Il peut paraître incongru de promouvoir l'investissement en actions après un krach et l'idée doit certainement faire son chemin. Mais s'il est un message que la crise financière a formulé, c'est la nécessité de la stabilité des entreprises vis-à-vis des chocs de marché. Or il existe un moyen de répondre à ces chocs : c'est l'existence de capitaux propres suffisants

ou, plus généralement, de capitaux à risque. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle les pouvoirs publics ont dû intervenir dans les sauvetages bancaires.

Au reste, c'est justement lorsqu'une crise bancaire contracte le crédit que les apports de capitaux propres doivent jouer un rôle de force de rappel. Une entreprise ne peut être menée à bien sur la base du seul endettement. Certains doivent donc prendre des risques : ce sont les actionnaires. Et l'actionnaire n'est pas un spéculateur : c'est d'abord un investisseur, qui associe son épargne à un projet risqué.

Or, depuis trente ans, le capital à risque est l'orphelin du financement de l'économie belge. Au niveau macro-économique, les chiffres sont stupéfiants. Sur une période de quinze ans, moins de 5 % de l'épargne des particuliers s'est orientée vers l'investissement direct en actions. Cette précarisation du capital à risque est telle que les pouvoirs publics doivent eux-mêmes stimuler la capitalisation des entreprises.

Au niveau fiscal, la pénalisation du capital à risque est encore plus cinglante. Malgré l'apport des intérêts notionnels, les dividendes restent fiscalement défavorisés par rapport aux intérêts des dettes. Une fiscalité d'entrepreneuriat devrait taxer plus légèrement les actions que les placements sans risque. Or, au lieu de la stimuler, la fiscalité pénalise la prise de risque.

Pourquoi le Royaume a-t-il développé une telle défiance par rapport au capital à risque ? Intuitivement, notre pays aurait dû, comme le Grand-Duché de Luxembourg, faire de la fiscalité un outil de compétitivité et d'attractivité économique.

Il y eut, bien sûr, des raisons politiques, très prégnantes dans les années septante, mais aujourd'hui anachroniques. L'instabilité juridique et la pusillanimité politique ont aussi certainement contribué à ce climat. L'État n'a pas rassuré les actionnaires.

Mais ce n'est pas tout : il y a un facteur qui a conditionné l'économie du pays pendant un tiers de siècle. Il s'agit des choix budgétaires commis durant les années septante. À l'époque, les politiques de dépenses publiques entraînèrent le pays dans le gouffre des déficits et de l'endettement publics. Les pouvoirs publics n'eurent d'autre choix que de financer les creux budgétaires par un appel massif à l'emprunt.

Le choix obligé fut donc de faire appel à l'épargne nationale, par des émissions d'emprunts à répétition. Le volume de ces derniers fut tel qu'il assécha le marché des capitaux au détriment des investissements productifs, c'est-à-dire du capital à risque. La Bourse de Bruxelles fut d'ailleurs, au début des années quatre-vingt, totalement désertée.

Ce phénomène entraîna deux conséquences sérieuses. Tout d'abord, le taux d'intérêt des emprunts d'État belge dut être majoré d'une prime (afin de couvrir les risques de dépréciation du franc belge et le risque de solvabilité inhérent à l'État belge), au détriment global des pouvoirs publics. Ensuite, le rendement du capital à risque, déjà émoussé par les poussées inflationnistes et une fiscalité lourde, ne fut plus suffisamment attractif en comparaison des placements sans risque. C'est la nécessité d'avantager fiscalement la souscription des emprunts d'État qui conduisit à pénaliser la fiscalité des revenus d'actions.

Différentes mesures imaginées par le Sénateur Etienne Cooreman, comme les actions A.F.V. et les souscriptions Monory-De Clercq, habilement mises en œuvre en 1982-1983, pallièrent cette situation. Une bonification fiscale fut allouée aux nouvelles souscriptions d'actions, dont la contrepartie devait être affectée à certains investissements productifs.

Les mesures des années 1982-1983 suscitérent, en vingt-et-un mois, des augmentations de capital à risque pour un montant estimé à plus de huit milliards d'euros, dont plus de deux milliards d'euros par des sociétés cotées en Bourse de Bruxelles. Elles n'avaient qu'un tort : leur caractère temporaire, bien que, dès 1984, le gouvernement ait promis d'introduire dans la législation fiscale un statut définitif pour le capital à risque.

Près de trente ans plus tard, la déduction des intérêts notionnels constitua l'aboutissement des actions A.F.V. Mais, aujourd'hui, des relais fiscaux doivent être envisagés. En effet, l'argent public injecté dans certaines banques et des plans de relance ne sera jamais un relais naturel du capital à risque. Le temps est sans doute venu d'imaginer des solutions nouvelles.

Nous irriguons le débat avec l'idée suivante : celle d'un système d'épargne-actions, complémentaire à l'épargne-pension. L'objectif serait d'investir à long terme dans des augmentations de capital, c'est-à-dire des nouveaux apports de capitaux à risque. Ces investissements seraient effectués au travers de fonds, gérés par des banques et des compagnies

d'assurances. Le système se rapprocherait des déductions Monory-De Clercq, qui, à l'époque, étaient limitées à 1.000 € par personne. La déductibilité fiscale conduirait à une réduction d'impôt de l'ordre de 40 % sur les sommes investies.

Il s'agirait donc de promouvoir des apports de capitaux frais à des sociétés, avec les avantages de la diversification, de la liquidité assurée par la cotation des fonds et de la déductibilité fiscale. Les fonds devraient être conservés pendant un nombre minimal d'années (cinq à dix ans) afin d'éviter la réalisation de gains à court terme. Le système n'aurait rien de révolutionnaire.

Mais d'autres solutions existent, telle la généralisation des fonds Arimedes lancés en Flandre (et malheureusement délaissés à cause de la crise), et permettent de bénéficier de bonifications fiscales et d'une sécurité des investissements dans des domaines innovateurs. Ces fonds permettent l'obtention d'un crédit d'impôt de 8,75 % des sommes investies pendant quatre ans par un contribuable, avec un maximum annuel de 2.500 €. Les investissements doivent être conservés pendant quatre ans.

En résumé, il est utile de tirer des leçons des traumatismes financiers et d'étañonner l'actionariat. L'action des pouvoirs publics dans la recapitalisation des banques a répondu à une situation de crise. Il faut désormais imaginer des mesures structurelles et pérennes, dissociées de l'actionariat étatique. Sous cet éclairage, la mise en place d'un système d'épargne-actions serait salvatrice. Ce système serait bien moins lourd pour les finances publiques qu'une injection directe d'argent dans l'économie. Croire que la crédibilité du pays va permettre de surmonter les traumatismes économiques sans innovation financière relève d'un fragile credo.

*L'Écho*, mars 2013

## Une réforme rigoureuse de l'impôt des sociétés

---

L'émotion légitime qui entoure certaines menaces de fermeture d'entreprises conduit à exiger un abandon des intérêts notionnels et une re-fonte de l'impôt des sociétés. L'idée est excellente, mais il convient alors de la mettre en œuvre de manière systématique dans un cadre rigoureux. Depuis trop longtemps, les mesures fiscales reflètent des contraintes budgétaires éphémères ou des motivations idéologiques qui conduisent à des erreurs d'appréciation. Il s'agit donc, cette fois-ci, de délimiter un cadre de réflexion structuré et surtout d'associer les spécialistes académiques à la démarche.

Nous traversons une crise de la demande, en termes keynésiens. Il faut donc repenser l'impôt des sociétés afin que les investissements productifs et créateurs d'emplois se déploient dans notre pays. C'est important parce qu'en Belgique, les grandes entreprises créent la richesse, tandis que les P.M.E. créent l'emploi. Il faut donc une fiscalité adaptée à ces deux intervenants. Je soumets plusieurs idées destinées à dynamiser ou à reformuler la fiscalité afin de la rendre plus attractive.

### *Intérêts notionnels et baisse de l'ISOC.*

Aujourd'hui, le reflux de la conjoncture exigerait de faire basculer progressivement l'incitation fiscale du passif du bilan – à savoir la subvention des capitaux propres au travers des intérêts notionnels – vers l'actif du bilan des entreprises. Il conviendrait désormais de promouvoir les investissements productifs.

Pourquoi envisager une telle approche, qui ne constituerait aucunement une disparition mais plutôt un déphasage progressif (sur cinq ans, par exemple) des intérêts notionnels, concomitant à une baisse du taux nominal de l'ISOC, qui devrait être proche de 25 % ?

Les raisons sont nombreuses. La relance de l'économie passe plutôt par la demande (et donc les actifs) que par l'offre (et donc les passifs) au sens keynésien. Même si l'accès au crédit est plus difficile pour les grandes entreprises, les taux d'intérêt sont bas, voire négatifs après déduction de l'inflation. Le financement des entreprises n'est donc plus économiquement destructeur. Par ailleurs, le taux de déduction des intérêts notionnels, soit 2,7 %, est supérieur au taux des OLO à dix ans. Ceci

constitue une singularité économique, raison pour laquelle je préconise un alignement du taux de déduction des intérêts notionnels sur le Bund allemand. Enfin, il est important de protéger les entreprises contre l'inflation, qui altère le capital.

Il serait aussi concevable de limiter le bénéfice des intérêts notionnels à l'autofinancement des entreprises, c'est-à-dire à la quote-part du résultat conservée au sein de l'entreprise plutôt que distribuée sous forme de dividendes. Cela permettrait de lier le bénéfice de la mesure fiscale à l'accroissement de la capitalisation des entreprises. C'était incidemment une modalité qui existait dans la première mouture des textes législatifs en 2005, avant qu'elle n'en disparaisse pour des motifs obscurs.

#### *Investissements.*

Concomitamment à une baisse du taux de l'ISOC, il faudrait mettre en place un système d'amortissement accéléré pour les immobilisations corporelles ou incorporelles. Différentes modalités pourraient être envisagées, comme ce fut le cas lors de la fin des années septante, au moment où l'économie industrielle s'essouffait. La mesure peut être modulée de différentes manières : amortissements anticipés des immobilisations, dotations basées sur leur prix de remplacement, etc. On pourrait aussi imaginer que la déductibilité des amortissements porte sur plus de 100 % de la valeur des immobilisations, afin de protéger la reconstitution du capital, écornée par l'inflation. Il s'agit donc d'anticiper la déduction d'amortissements, pour autant que la base taxable des entreprises soit suffisante. Cette mesure ne coûterait à l'État que le financement de l'impôt, dont l'enrôlement serait retardé dans le temps. La mesure est donc un simple renvoi temporel d'imposition.

#### *Renforcement des capitaux propres.*

Une autre mesure devrait stimuler spécifiquement la capitalisation des P.M.E. Il faudrait donc inciter les recapitalisations par des déductions fiscales liées à des conditions en matière d'investissements. Cette approche s'apparente aux mesures Cooreman déployées en 1982-1983. Des avantages pourraient être octroyés aux entreprises qui augmentent leur capital afin de réaliser des investissements productifs. Pour les P.M.E., ces mesures se cumuleraient avec les intérêts notionnels (en déphasage progressif) et la baisse de l'ISOC. On pourrait aussi imaginer que



les P.M.E. bénéficient de taux d'ISOC plus bas, afin de les aider à amortir le choc de la crise économique. Par contre, l'idée d'un impôt minimal des sociétés n'est pas applicable, puisque l'ISOC est un impôt essentiellement proportionnel et non progressif.

#### *Promouvoir la consolidation fiscale.*

Il faut promouvoir la consolidation fiscale et la diffusion d'une assiette fiscale européenne harmonisée en ce qui concerne l'ISOC. La consolidation fiscale ne présente pas que des avantages pour une petite économie ouverte, mais elle s'inscrit dans le sens de l'histoire de l'harmonisation européenne. Une consolidation fiscale exigerait évidemment de garder un système extrêmement favorable pour la taxation des dividendes et plus-values sur actions, d'autant que la Belgique est un pays de holdings. La taxation à 25 % des plus-values sur actions à court terme devrait être annulée. Elle est inutile et improductive, car elle s'oppose à la mobilité du capital.

#### *Cession des pertes fiscales.*

Une idée innovante concernerait la cession, au sein d'un groupe d'entreprises, de pertes fiscales reportables. La cession des pertes fiscales, qualifiée de *Group Relief*, est applicable depuis plusieurs années au Royaume-Uni. Cette méthode reviendrait à considérer les pertes fiscales comme un actif « monétisable ». Un tel système n'est pas très différent du système de récupération des pertes fiscales sur les résultats bénéficiaires antérieurs des entreprises, tel que cette méthode est appliquée en France.

#### *Régionaliser l'ISOC.*

À l'inverse d'une consolidation fiscale, on peut imaginer une régionalisation de l'ISOC. Pourquoi ne pas conserver un taux nominal au niveau belge de l'ordre de 25 %, mais envisager une baisse d'impôt, exprimée en pourcentage de la base taxable, dont les modalités seraient déterminées par les Régions? Une Région pourrait, par exemple, promouvoir des investissements accélérés sur des actifs immobilisés, tandis qu'une autre donnerait des stimulants particuliers en matière de recherche et de développement. Cette baisse d'impôt, qui deviendrait donc un différentiel régional, s'inscrirait dans le cadre d'une tension maximale autorisée. Elle ne mettrait pas en péril le traitement des revenus étrangers.

Il se poserait, bien sûr, un problème pour les entreprises qui exercent des activités économiques sur plusieurs Régions. Il serait nécessaire de savoir comment répartir l'impôt entre les Régions, le simple rattachement de celui-ci au siège social n'ayant que peu de sens. Il conviendrait alors d'identifier des clés de répartition. Un autre problème serait le traitement fiscal des revenus provenant de l'étranger : théoriquement, il ne peut pas y avoir de différence dans le traitement des revenus étrangers selon qu'une entreprise belge est établie dans telle ou telle région.

Tacite disait que les nations ne peuvent pas avoir de tranquillité sans une armée, pas d'armée sans solde et pas de solde sans impôts.

Appliquée à l'envers, cette maxime conduit à la nécessité d'une baisse d'impôt pour gagner les prochaines guerres économiques. Depuis son entrée dans la zone euro, le caractère ouvert et de transit de l'économie belge est exacerbé. Notre pays doit développer une stratégie d'attraction fiscale résolue, que la crise rend d'autant plus indispensable.

*L'Écho*, février 2013

---

## Faire pivoter l'impôt des sociétés

---

L'économie se trouve à un point d'inflexion critique. Après cinq années de crise financière, les premiers frémissements d'une reprise industrielle se font sentir aux États-Unis et en Asie. Tout va donc se jouer dans les prochains trimestres. Mais si l'Europe reste engluée dans une logique d'immobilisme et de contraction budgétaire, elle va rater le tournant du redéploiement dans un nouveau contexte technologique. Nos gouvernements doivent donc adopter une logique de stimulation de l'économie plutôt qu'une exigence d'austérité et de rigueur, qui alimente la récession. Il n'y a d'ailleurs rien à attendre d'une réduction des dépenses publiques d'investissement lorsque l'économie est en récession.

Ce constat exige de repenser rigoureusement l'impôt des sociétés. En effet, notre économie est très ouverte et devient progressivement un pays de filiales d'entreprises étrangères. Si l'impôt des sociétés est, en termes relatifs, très faible par rapport à l'impôt des personnes physiques (il n'en

représente qu'un quart des recettes), il revêt une dimension symbolique essentielle en termes de créations d'entreprises. Il s'impose donc de démontrer une forte attraction en matière d'investissements. Concrètement, notre royaume doit imaginer des avantages fiscaux afin de capturer le capital, qui est, par nature, en circulation permanente.

Lors de la décennie précédente, les intérêts notionnels ont contribué à cette ambition. Cette révolution fiscale a constitué un relais des centres de coordination, mais elle s'est surtout inscrite dans l'harmonisation monétaire induite par l'euro. Les taux d'intérêt étant élevés, il fallait réduire le coût du capital par une innovation taxatrice. De plus, l'économie était en expansion et il fallait accompagner fiscalement cette réalité. Les intérêts notionnels ont répondu à ces objectifs. Des erreurs ont-elles été commises? Incontestablement. Le système a conforté des effets d'aubaine et n'a pas été suffisamment incitatif en réservant les avantages fiscaux à des apports en capitaux frais aux entreprises. Pourtant, ne l'oublions pas : son but assumé était bien de baisser l'impôt des sociétés. D'ailleurs, les pertes d'impôts décriées par certains n'en sont bien sûr pas, puisque sans intérêts notionnels, des entreprises étrangères n'auraient pas investi en Belgique. Ce sont plutôt des pertes d'opportunité.

De nos jours, la situation est différente. Nous sommes confrontés à un manque de croissance alors que les taux d'intérêt sont extrêmement bas et que les entreprises sont mieux capitalisées. Il ne faut pas, pour autant, supprimer les intérêts notionnels, mais les déphaser sur une période de cinq ans, au même rythme qu'une baisse du taux nominal d'impôt des sociétés. Ce dernier pourrait baisser par pas de 2 % annuels (34 %, 32 %, 30 %, etc.), afin d'atteindre environ 25 % après cinq ans.

En même temps, il faut stimuler les investissements. Il importe donc de faire pivoter les avantages fiscaux de 180 degrés, en les basculant progressivement du passif (c'est-à-dire le financement) vers l'actif (c'est-à-dire les investissements) du bilan. C'est une simple question de bon sens : de manière géométrique, la fiscalité doit stimuler le passif du bilan lorsque l'économie est en croissance et l'actif lorsque la conjoncture se retourne défavorablement.

Comment opérer ce changement? Les mesures sont nombreuses et elles ont toutes été testées dans les années septante. La plus simple consiste à permettre des amortissements (fiscalement déductibles) accé-

lérés sur les immobilisations. On pourrait aussi imaginer que la déductibilité des amortissements porte sur plus de 100 % de la valeur de ces immobilisations, afin de protéger la reconstitution du capital, écornée par l'inflation. Une autre idée serait de redonner de l'ampleur aux déductions pour investissement, qui avaient été escamotées au profit des intérêts notionnels.

On pourrait imaginer que les nouvelles embauches bénéficient, elles aussi, d'un abattement, au travers de déductions pour passif social. Ce type de mesure compléterait des exonérations de charges sociales, à tout le moins pour les P.M.E.

Ceci étant, des critiques seront légitimement exprimées contre une fiscalité de stimulation des investissements. Est-il justifié de considérer ce type de mesure alors que 70 % de l'économie repose sur les services et non plus sur le secteur industriel? Nonobstant la nécessité de réindustrialiser nos économies, la réponse est assurément positive. En effet, une économie de services exige de lourds investissements, notamment en matière informatique. De plus, on pourrait imaginer des mesures fiscales qui favorisent les immobilisations intangibles, comme la recherche et le développement.

On argumentera aussi que les capacités de production sont sous-utilisées et que de nouveaux investissements ne sont pas nécessaires alors que nous traversons une crise de la demande. Le raisonnement est facilement disqualifié, dès le moment où l'économie est en renouvellement permanent.

Est-il possible d'adosser une exigence en matière d'emploi à cette piste fiscale? Non, et ce, pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il est difficile de déployer une mesure fiscale qui favorise, en termes égaux, l'investissement et l'emploi, car ces deux facteurs de production sont parfois opposés. Ensuite, certains investissements améliorent parfois la productivité au détriment de l'emploi. L'automatisation en est la meilleure illustration : il s'agit de mécaniser des procédés aux dépens d'une intervention manuelle. Enfin, à moyen terme, l'investissement stimule toujours l'emploi : le redéploiement d'une économie est un processus continu qui conduit inmanquablement à créer des emplois, parfois éloignés de l'investissement originel.

Le temps est donc venu de faire preuve d'audace et surtout de s'extraire des schémas classiques, qui conduisent à disqualifier l'entrepreneuriat au travers d'une culpabilisation fiscale des sociétés. S'il s'avère que les intérêts notionnels ne correspondent plus totalement aux conditions actuelles de l'économie, adoptons, avec sagesse et sans points de discontinuité, une grille de lecture différente de l'impôt.

Bien sûr, l'équation est extrêmement complexe et ne suscitera pas d'alignement politique immédiat. Mais trop d'erreurs d'appréciation ont été commises dans ce pays par pusillanimité et par manque de vision. La question n'est d'ailleurs pas de favoriser le capital au détriment du travail, mais d'aligner les intérêts des entreprises et des travailleurs au travers d'un ferment à l'investissement. Après la stimulation du financement, qui correspond à une vision anglo-saxonne de l'économie, revenons à une fiscalité keynésienne, destinée à améliorer les capacités de production et à stimuler la demande et l'emploi.

*L'Écho*, février 2013

---

## Réinventer la déduction pour investissement

---

L'aggravation de la crise économique s'accompagne d'une baisse des taux d'intérêt. En conséquence, le coût de financement des entreprises est diminué. La nécessité fiscale de stimuler la capitalisation des entreprises s'est donc, pour partie, évaporée. Cette réalité est d'ailleurs reflétée par le tassement de la déduction des intérêts notionnels, dont le taux et les capacités d'utilisation ont été rabetés.

À mon intuition, ces intérêts notionnels doivent subsister, mais être progressivement déphasés par une diminution linéaire étalée sur trois à cinq ans. Il faut, en effet, conjuguer la stabilité fiscale et juridique avec les contraintes de l'économie. Ce déphasage des intérêts notionnels devrait s'accompagner d'une baisse du taux nominal de l'impôt des sociétés, afin que l'effet des deux mesures soit, tant que faire se peut, macro-économiquement compensé.

Pourquoi envisager une telle approche ? Les raisons sont nombreuses. Même si l'accès au crédit est plus difficile pour les entreprises, les taux d'intérêt sont bas, voire négatifs après déduction de l'inflation. Le financement des entreprises n'est donc plus économiquement destructeur. Par ailleurs, ces entreprises sont mieux capitalisées en capitaux propres. Ensuite, la relance de l'économie passe plutôt par la demande (et donc les actifs) que par l'offre (et donc les passifs) au sens keynésien.

Il faut désormais stimuler les investissements. Le reflux de la conjoncture exige de faire basculer l'incitation fiscale du passif du bilan, c'est-à-dire de la subsidiation des capitaux propres au travers des intérêts notionnels, vers l'actif du bilan des entreprises. Il conviendrait à présent de promouvoir les investissements productifs. Nous parlons donc d'imposer les profits plutôt que les facteurs de production.

Une idée serait de réactiver la déduction pour investissement, dévitalisée au moment de l'introduction des intérêts notionnels. Le principe en est bien connu : cette déduction permet de réduire les bénéfices imposables d'un pourcentage déterminé du montant affecté par l'entreprise à un nouvel investissement. Cette déduction fut instaurée dès 1982 par l'arrêté royal n° 48 pris en exécution de pouvoirs spéciaux, qui permettait de déduire, de manière extracomptable, un certain pourcentage des nouveaux investissements effectués en Belgique.

En principe, la déduction pour investissement est unique, mais elle peut, dans certains cas, être étalée sur la durée de la période d'amortissement. Des conditions peuvent être associées à son exercice : elle doit porter sur des immobilisations corporelles ou incorporelles acquises à l'état neuf et affectées à l'exercice de l'activité en Belgique.

En d'autres termes, au lieu de déduire, au moyen des intérêts notionnels, une quote-part des moyens de financement de l'entreprise, il s'agirait de défalquer de la base d'imposition à l'ISOC une quote-part comptable du reflet de ces moyens de financement, à savoir les nouveaux actifs productifs. La grande différence entre les intérêts notionnels et la déduction pour investissement est le caractère incitatif de cette dernière : seuls les nouveaux investissements seraient favorisés, alors que les intérêts notionnels s'appliquent à l'ensemble des capitaux propres, anciens et nouveaux, suscitant un effet d'aubaine. Il serait donc logique que la

déduction pour investissement et les intérêts notionnels soient mutuellement exclusifs. Une entreprise ne pourrait dès lors pas invoquer les deux mesures simultanément. Celle qui souhaiterait axer son expansion sur l'investissement serait ainsi plus prompte à invoquer la déduction pour investissement que la déduction des intérêts notionnels.

Quel devrait être le taux de la déduction pour investissement ? C'est à ce niveau qu'on pourrait innover. Comme la déduction pour investissement serait incompatible avec les intérêts notionnels, pourquoi ne pas supposer que son taux soit conditionné par le niveau moyen des capitaux propres de l'entreprise ? Une entreprise qui serait uniquement financée par des capitaux propres pourrait obtenir une déduction pour investissement maximale, tandis qu'une entreprise théoriquement financée exclusivement par des dettes n'en bénéficierait pas. La déduction pourrait donc, selon la situation de chaque entreprise, se situer dans une fourchette de 0 à 10 %. On pourrait imaginer des pourcentages majorés pour les P.M.E. ou, comme c'était le cas, pour des activités spécifiques de recherche et développement. L'idée est peut-être simpliste mais vaudrait – à mon sens – la peine d'être creusée.

Si l'idée d'une réactivation de la déduction pour investissement est politiquement écartée, on pourrait concevoir de mettre en place un système d'amortissement accéléré pour les immobilisations corporelles neuves. Différentes modalités sont possibles, comme ce fut le cas lors de la fin des années septante, au moment où l'économie industrielle s'es-soufflait. La mesure peut être modulée de différentes manières : amortissements anticipés des immobilisations, dotations basées sur leur prix de remplacement, etc. On pourrait aussi imaginer que la déductibilité des amortissements porte sur plus de 100 % de la valeur des immobilisations, afin de protéger la reconstitution du capital, écornée par l'inflation. Il s'agit donc d'anticiper la déduction d'amortissements, pour autant que la base taxable des entreprises soit suffisante. Cette mesure ne coûterait à l'État que le financement de l'impôt, dont l'enrôlement serait retardé dans le temps. La mesure serait un simple renvoi temporel d'imposition.

L'économie est d'ailleurs probablement immergée dans ce que Keynes appelait le piège de la liquidité, c'est-à-dire une circonstance au sein de laquelle la monnaie est conservée sous forme d'encaisses plutôt qu'utilisée dans des projets d'investissement ou de consommation. La réalité est

incontournable : ce n'est donc plus le passif des entreprises, mais bien l'actif, qui doit faire l'objet de stimulations fiscales.

On pourrait envisager que la déduction des intérêts notionnels devienne facultative et qu'il soit autorisé à y renoncer au profit d'une déduction des nouveaux investissements.

En conclusion de ces quelques lignes, il nous semble important de repenser un système qui a fait ses preuves dans un certain contexte économique, mais qui s'avère moins efficace, voire moins pertinent, dans le climat récessionnaire que nous traversons. Il faut que notre régime fiscal restitue trois réalités : favoriser les P.M.E., stimuler la rétention des résultats plutôt que la distribution de dividendes et inciter les entreprises à effectuer des investissements productifs. En termes de géométrie comptable, il s'agit d'un glissement de la stimulation fiscale du passif du bilan vers l'actif du bilan.

*L'Écho*, mai 2013





## Conclusions provisoires

Au fur et à mesure que nos économies discernent les effets de la crise économique, c'est un scénario de stagflation (c'est-à-dire de stagnation de la demande intérieure et d'inflation) qui semble se dessiner à terme, couplé à une hétérogénéité croissante entre les pays de la zone euro. En temps normaux, il est possible d'échapper à la stagflation par une politique de déficit public. Malheureusement, ce n'est plus possible : jamais, sauf en période de guerre totale, la dette des pays développés n'a été aussi élevée.

Ce n'est pas la crise bancaire qui fait exploser les dettes publiques, mais bien les déficits courants des États, eux-mêmes activés par les stabilisateurs économiques. Ces derniers alimentent une politique budgétaire contre-cyclique : en période de récession, les recettes fiscales diminuent tandis que les transferts sociaux augmentent. Ce ne sont pas non plus les marchés financiers qui ont créé la dette publique, mais nous-mêmes, qui avons capturé, au travers de l'endettement, la croissance et la démographie des prochaines générations. Les États ont profité de la financiarisation de l'économie, grâce à laquelle ils ont trouvé des créanciers complaisants.

L'inflation suscitée par la création monétaire sera la manière que les États choisiront pour se soustraire aux marchés. L'inflation n'est pas un choix économique idéal, mais elle sera un scénario résigné, destiné à éviter de trop fortes tensions sociales. En effet, l'ordre social n'a pas de prix : il passe toujours avant l'ordre monétaire.

La Belgique n'échappe pas à cette réalité, avec une dette publique significative (bientôt aggravée par le coût du vieillissement de la population) et son corollaire de coût du travail excessif. Pendant des années, nous avons construit un système d'État-providence qui a empêtré les finances publiques et la fiscalité du travail dans un inextricable mélange de pseudo-assurance collective. La compétitivité du pays en est affectée.

Par ailleurs, l'impôt et l'inflation sont deux moyens de renationaliser la dette publique. Ceci nous amène à une intuition plus globale : une dette publique excessive n'est-elle pas la négation de l'économie de

marché et de la propriété privée des moyens de production ? La dette, remboursée par l'impôt et l'inflation, fait, en effet, planer un risque de confiscation sur les revenus du travail et du capital. Dès lors, une dette publique outrancière s'assimile, pour partie, à une étatisation pernicieuse de toute l'économie.

La logique de création monétaire abusive à laquelle nous assistons constitue peut-être le ferment de cette étatisation dérobée. En effet, les États ont recapturé la création monétaire afin de financer leurs dettes, au risque de dévaloriser la monnaie et de mettre en péril la pérennité de l'étalon monétaire. Si cette orientation était confirmée, cela signifierait que la dette publique et la création monétaire convergent vers une expropriation partielle de l'économie privée.

Les prochaines années seront affectées d'une tension croissante entre le capitalisme individuel et des forces collectivistes caractérisées par une répression financière, fiscale et inflationniste. Ces frictions seront accentuées par des tensions sociales, elles-mêmes alimentées par des dislocations générationnelles, qu'on constate déjà dans de nombreux pays. Car, dans tous les scénarios envisagés, la jeunesse est sacrifiée, ne pouvant pas accepter l'héritage de la dette publique sous bénéfice d'inventaire.

Au reste, c'est peut-être un constat qu'on peut tirer de la crise. Celle-ci entraîne une étatisation croissante, avec son corollaire d'accélération de la dette et des dépenses publiques, qui deviennent des ciments sociaux destinés à assurer la cohésion sociale.

En résumé, quel est l'aboutissement de ce mouvement de fuite dans lequel l'État s'engouffre au travers de l'endettement public ? Est-ce vers une étatisation insidieuse de toute l'économie et/ou vers la perte de pouvoir d'achat, entraînée par l'inflation qui découle de l'arme monétaire ? La réponse se situe sans doute dans une complexe chimie de ces deux éléments, que je qualifierais d'étatisation inflationniste.

La vraie question centrale sera désormais de savoir quelle majorité ou quelle génération va imposer sa loi à quelle minorité. Qui sera le garant de la propriété privée ? Comment les marchés vont-ils composer avec les pouvoirs souverains ? Le chemin sera sinueux entre le libéralisme de l'économie de marché et le socialisme redistributif, mais l'instant de vérité de notre modèle social est proche. À un moment, il faudra se débarrasser des vieux réflexes idéologiques des années septante et admettre que la

compétitivité de notre économie passera par l'acceptation d'un modèle d'économie de marché.

*Trends*, avril 2013



# Table des matières

<b>Aperçu</b> .....	9
<b>La lave de l'économie</b> .....	11
<b>La crise de nos futurs</b> .....	13
<b>Prospectives sociétales</b> .....	15
Il ne se passe rien.....	15
La roue tourne.....	16
La déferlante de l'économie.....	16
L'adieu au vingtième siècle.....	17
Un marché dans le marché.....	19
L'économie de marché n'a pas d'ancrage.....	20
Une économie mixte.....	21
Le vent piquant de la crise.....	22
Une mutation socio-politique.....	23
De profondes turbulences idéologiques.....	26
Ô, belle jeunesse.....	27
Crises économiques et replis identitaires.....	29
La profonde crise de l'entreprise.....	30
Un nouveau civisme économique.....	32
Régionaliser ou bancariser la bourse de Bruxelles?.....	33
Retraites plombées?.....	37
<b>Perspectives historiques</b> .....	39
Les prophéties désespérées d'Adam Smith.....	39
L'aluminium, c'est de l'or.....	41
1865, 1933, 2011 : Trois siècles, trois euros.....	42
Religion et économie européenne.....	45

L'Allemagne monétaire : de Luther à Goethe.....	51
Quarante années d'indécisions .....	52
Wilson, Roosevelt, Reagan et Obama .....	55
See you on the dark side of the moon.....	56
<b>Le chemin de pénitence de l'euro.....</b>	<b>59</b>
Quatre ans de perdus .....	59
Les échos de l'histoire profonde .....	60
La quatrième guerre franco-allemande .....	62
Et si l'euro devenait un mauvais rêve ? .....	63
Un pont trop loin.....	64
L'euro : politiquement intangible, économiquement fissuré.....	66
Si l'Espagne sociale explose, on fait quoi ?.....	67
Euro : d'une erreur à l'autre.....	68
Un euro fort est toxique.....	69
La guerre des monnaies est déclarée.....	70
Une monnaie ne discipline pas l'économie.....	72
Récolte monétaire ou révolte sociale? .....	73
Le déclenchement des hostilités monétaires.....	74
L'affaire de Chypre.....	75
Un curieux retournement de l'histoire.....	77
En mai, fais ce qu'il te plaît.....	78
Été 2013 : un gros grain économique? .....	79
Sabordage monétaire ou sauvetage bancaire?.....	81
George Soros : le philosophe refoulé.....	84
Les lendemains qui déchantent.....	85
<b>Endettement public.....</b>	<b>87</b>
La dette, c'est du temps.....	87
Courtes réflexions sur les dettes publiques.....	88

Loi de Wagner et étatisation inflationniste.....	89
Monnaie, dettes et travail : un curieux mariage.....	90
Et si Karl Marx avait eu (un peu) raison?.....	92
La banqueroute est nécessaire, chaque siècle!.....	93
Tous ruinés dans sept ans?.....	95
Aller nulle part, mais ensemble.....	96
Créancier aujourd'hui, contribuable demain.....	97
De deux maux, les deux.....	98
Cela n'arrivera pas l'année prochaine... ..	100
Attention à une brusque remontée des taux.....	101
Une nouvelle équation bancaire.....	103
Vous aimiez les banques publiques?.....	105
<b>Économie monétaire</b> .....	107
La falaise fiscale.....	107
La monnaie est un avertissement.....	108
Qui crée la monnaie?.....	109
Les trous noirs de la monnaie.....	111
Les bulles de monnaie existent-elles?.....	112
Une nouvelle monnaie : la minute de téléphone.....	114
La pierre philosophale de la monnaie et des dettes.....	116
En route vers une belle inflation.....	117
L'hyperinflation.....	118
Il faut créer de la monnaie et de l'inflation.....	119
Ça va mieux, car tout va plus mal!.....	121
Une situation à la japonaise en Europe, vraiment?.....	122
Les taux d'intérêt sont trop bas.....	123
Une hausse des taux.....	124
Et si c'était encore plus grave?.....	124



---

<b>Gestion fiscale et comptable</b> .....	127
L'insoluble équation de l'impôt.....	127
Prophéties désespérées et questions désagréables.....	129
Un Cooreman-De Clercq pour les P.M.E. ?.....	131
Un impôt au service des actionnaires.....	132
Une réforme rigoureuse de l'impôt des sociétés.....	136
Faire pivoter l'impôt des sociétés.....	139
Réinventer la déduction pour investissement.....	142
<b>Conclusions provisoires</b> .....	147

# De nouvelles géométries économiques

Chroniques 2013

La crise bancaire a marqué le début des hostilités financières. On constate aujourd'hui qu'elle n'était qu'un choc préalable : les années 2008-13 reflètent une tragique inflexion économique mais aussi une volte-face idéologique. Cette période consacre la fin des États-providence, hérités des années septante.

Nous sommes confrontés à un implacable choc d'économie de marché. Mais en même temps, il sera nécessaire d'assurer l'ordre socio-économique exigé par le remboursement de la dette publique et le financement du vieillissement de la population.

Quel sera le gradient de l'économie dans une génération ? La monnaie disciplinera-t-elle la flexibilisation de nos économies ? Au contraire, le facteur de production « travail » imposera-t-il une dépréciation du capital, sous forme d'inflation et d'ajustement des dettes publiques ? Les avenirs sont imprécis mais, dans toutes les configurations socio-économiques, les prochaines années révéleront des discontinuités monétaires inattendues et de profondes dissensions idéologiques.

Ce recueil de chroniques tente de fournir quelques pistes de réflexions intuitives.



**Bruno Colmant** est membre de l'Académie Royale de Belgique, Docteur en sciences de gestion et Ingénieur de gestion (Ecole de Commerce Solvay-ULB), Maître en Sciences Fiscales (ESSF) et titulaire d'un Master of Sciences in Administration (Purdue Université, Etats-Unis). Il enseigne l'économie appliquée et la finance dans plusieurs institutions universitaires, dont la Louvain School of Management (UCL), Vlerick Business School, l'ICHEC, les Facultés Universitaires Saint-Louis, l'ESSF et l'Université de Luxembourg. Président de l'association belge des Certified Financial Analysts (CFA), il est associé auprès du cabinet de consultance stratégique Roland Berger.

**ANTHEMIS**  
*vie et société*

GEOCO  
ISBN: 978-2-87455-653-1



9 782874 556531

52.23 34.65

66.93 55.38

83.20

-00.52 24.93