

Institut de France

Académie des Sciences Morales et Politiques

Entretien Académique du 20 novembre 2017

***« La création massive de monnaie à l'échelle mondiale
présente des avantages, mais aussi des inconvénients.***

Comment la contrôler ? »

C'est un des grands sujets de la macro-économie financière mondiale que je dois traiter aujourd'hui devant vous en 45 minutes.

On a beaucoup écrit sur les conséquences de la croissance de la liquidité mondiale. Mais il est difficile de synthétiser les analyses et les recherches et d'en tirer des conclusions.

Au risque de simplifier, je vais m'efforcer, cependant, de clarifier le sujet.

Je suivrai le plan auquel m'invite le libellé qui m'a été fourni.

I – Dans un premier temps, je tenterai de définir la notion de « création monétaire mondiale » et de montrer comment celle-ci a massivement augmenté depuis une quarantaine d'années.

II – En deuxième lieu, je m'interrogerai sur les « avantages » qu'a pu présenter ce phénomène.

III – En troisième lieu, je soulignerai les « inconvénients » de cette explosion de la création monétaire mondiale, notamment sur la stabilité du système financier.

En conclusion, je partagerai avec vous mes réflexions sur la question : « Comment contrôler cette création de liquidité ? ».

I – La création des liquidités internationales et son explosion.

Traditionnellement, on distingue, d'une part, la liquidité internationale détenue sous forme de réserves officielles par les Banques Centrales et, d'autre part, la liquidité « privée ».

Examinons l'évolution de ces deux grandeurs.

1 - Les réserves officielles des Banques Centrales ont quintuplé en termes réels depuis l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971-73.

Les **graphiques N°1 et 2** qui retracent l'évolution des réserves extérieures des Banques Centrales sont éloquentes à cet égard.

Début des années 1970

Une centaine de Milliards \$ de réserves globales représentant près de 2% du PIB mondial

2009

4,9 trillions (soit un multiplicateur nominal de 50 en quarante ans), représentant près de 10% du PIB mondial

On constate que l'essentiel de cette augmentation a été le fait de la Chine, des autres pays émergents et du Japon depuis le début des années 90¹. En revanche, les réserves des pays avancés apparaissent assez stables.

On voit là le reflet du dysfonctionnement du système monétaire international. Dans le régime de liberté de change actuel, les pays structurellement créditeurs en balance des paiements courants (comme la Chine et le Japon) préfèrent intervenir sur le marché des changes en achetant des dollars plutôt que de laisser leurs devises s'apprécier par le jeu du flottement des parités. De la sorte, ces pays créditeurs accumulent des réserves extérieures pour maintenir leur compétitivité, tout en permettant aux pays structurellement débiteurs comme les Etats-Unis de

¹ Les deux plus grands détenteurs de réserves mondiales – le Japon et la Chine – comptent à eux seuls pour plus de la moitié de l'accumulation des réserves mondiales constatée entre 2002 et 2005.

ne pas subir une dépréciation de leur monnaie (dépréciation qui les obligerait à resserrer leur politique économique pour lutter contre l'inflation importée). Le paradoxe est que la liberté des changes a laissé prospérer un système incongru : ce sont les pays en développement qui financent le pays le plus riche du monde (les US).

Mais les réserves officielles – qui permettent aux Etats d'intervenir sur le marché des changes et de régler leurs déficits extérieurs - ne sont que la partie émergée de l'iceberg. Ce sont les financements privés qui constituent l'essentiel de la liquidité mondiale. Leur masse était en 2007, au moment de la crise, près de quinze fois plus élevée que le montant des avoirs officiels.

2 – La liquidité privée a explosé.

Bien que très largement utilisée, la notion de « liquidité globale » (privée) ne fait pas l'objet d'une définition universellement admise.

a) Il existe une approche restrictive qui consiste à ne retenir que les crédits transfrontaliers (accordés par des banques à des clients non-résidents) ainsi que les crédits libellés dans une monnaie étrangère par rapport à celle des emprunteurs.

Cette définition a l'avantage de mettre l'accent sur l'aspect extérieur transfrontalier de la liquidité.

Mais elle me paraît moins adaptée au sujet qui nous occupe aujourd'hui que l'approche plus large qui est, du reste, de nos jours, la plus communément admise.

b) L'approche extensive consiste à retenir non plus seulement les crédits à des non-résidents, mais l'ensemble des moyens mis à la disposition

des agents économiques (non financiers) par le système bancaire mondial.

On sait, en effet, que l'octroi d'un crédit par une banque à un client se traduit automatiquement par une création de dépôts dans les livres de la banque prêteuse. Il s'agit de l'application de l'adage « Loans make deposits » (« les prêts font les dépôts »). De fait, on conçoit que celui qui a obtenu un crédit d'une banque n'a guère d'autre option, au départ, que de placer la somme obtenue sur un compte de dépôt tenu par cette banque.

L'accroissement des activités de prêts bancaires a donc, par définition, une incidence directe sur les dépôts et donc sur les agrégats monétaires et participe, ainsi, au premier chef à la création de la liquidité globale. C'est l'octroi de crédits qui est la principale source de création monétaire.

Pour rendre compte des effets macro-économiques de la création de liquidité, il m'a paru adéquat de retenir ici la notion large. Ce concept se réfère à la « disponibilité de fonds » permettant de financer, dans une perspective globale, des biens, des services et des actifs. Dans un monde où prévalent la liberté de circulation des capitaux et la convertibilité des monnaies, le concept de « crédit global » est particulièrement adapté à l'analyse des incidences mondiales de la création monétaire.

Le graphique N°3 donne une idée de la croissance de cette liquidité globale (privée) sous forme de crédits. Pour l'ensemble du monde, l'encours des crédits accordés s'élevait en 2007 – soit juste avant la crise – à environ 75 trillions \$, soit 130% du PIB mondial.

La progression avait été fulgurante : 40% d'augmentation en 7 ans (de 2000 à 2007) dans un contexte d'inflation faible.

(Pour les seuls crédits libellés en dollars US, le montant des encours atteignait 50 trillions \$ en 2016, contre 17 trillions en 2000, soit un triplement en quinze ans).

On voit, ainsi, que la liquidité privée avait atteint en 2009 un tout autre ordre de grandeur que la liquidité officielle :

72 trillions contre 5 trillions de réserves des Banques Centrales

On observe aussi que le taux de croissance du crédit global (de l'ordre de 5 à 6% par an entre 2000 et 2007) est devenu très supérieur (environ deux fois) au taux de croissance économique. **C'est la manifestation de la « financiarisation » croissante de l'économie internationale. De fait, le monde des trente années d'après-guerre, caractérisé par la libéralisation des transactions courantes, a basculé, à partir des années 80, vers la suprématie des mouvements de capitaux « financiers » et une économie d'endettement.**

Interrogeons-nous sur les avantages qu'a pu entraîner ce phénomène.

*

* *

[II – Les « avantages » de cette création de liquidités.](#)

Il est difficile d'exposer ces « avantages » de manière univoque.

De fait, je n'ai pu découvrir dans la littérature économique aucune étude ayant établi de façon convaincante les effets bénéfiques sur l'économie mondiale de l'expansion de la liquidité globale et du crédit telle que je viens de l'évoquer.

On est, pourtant, instinctivement tenté de penser que davantage de crédit est susceptible de favoriser l'investissement et donc la croissance économique.

Et, à maints égards, cela se vérifie empiriquement. Dans une phase de ralentissement de la conjoncture, le fait d'injecter de la liquidité, de mettre des moyens financiers supplémentaires et assortis de bas taux d'intérêt à la disposition des agents économiques – qu'ils soient consommateurs ou entrepreneurs – ne peut que favoriser la relance de la demande.

On retrouve là, du reste, un des apports fondamentaux de Keynes à la pensée économique moderne.

La politique monétaire traditionnelle, telle qu'elle avait été appliquée au moment de la Grande Dépression de 1929, avait échoué ; elle avait même, dans une large mesure, provoqué et aggravé la crise. En revanche, la nouvelle politique monétaire et budgétaire des années 30, axée sur la demande et initiée par Roosevelt sous l'influence de Keynes, a indiscutablement contribué à la reprise économique et à l'emploi.

De ce point de vue, on pourrait être tenté de penser, par extrapolation, que l'extraordinaire croissance économique observée chez les pays avancés depuis la fin de la guerre jusqu'aux années 2000, s'explique – ou, au moins, a été fortement soutenue – par l'augmentation du crédit ainsi que par la liberté et l'ampleur des flux de capitaux internationaux.

Nombreux sont ceux qui franchissent ce pas et soutiennent encore aujourd'hui que c'est la relance de la demande – par le déficit budgétaire et la création monétaire – qui peut seule faire redémarrer une croissance économique qui s'essouffle depuis dix ans.

L'emblématique « courbe de Phillips »² formulée en 1958 par un économiste Néo-Zélandais a longtemps servi d'illustration à cette thèse. L'axiome peut se résumer de la façon suivante : « un peu plus d'inflation (entraînée par une augmentation du crédit et par la hausse des salaires) favorise l'emploi ».

De fait, cet arbitrage entre inflation et plein emploi a longtemps constitué le soubassement de la politique économique des pays avancés. Il permettait aussi aux gouvernements de faire croire qu'ils « réagissaient » utilement à la pression populaire en cas de poussée du chômage en laissant filer l'inflation.

Mais ce dogme, qui reposait sur la permanence de l'illusion monétaire (car l'inflation se traduit toujours en fin de compte par un appauvrissement en termes réels), a fini par s'écorner lorsque l'on s'est aperçu, à partir de la moitié des années 70, que le monde était entré dans une phase de « stagflation » où pouvaient co-exister, contrairement à la théorie, à la fois inflation et chômage.

C'est alors que la pensée économique dominante s'est engagée, depuis le début des années 1980, dans une politique de lutte contre l'inflation au moyen, notamment, d'un renforcement de l'indépendance des Banques Centrales. Ce sont les années dites de la « Grande Modération »

² Cette courbe montre que quand l'inflation (en ordonnée) augmente le chômage (abscisse) diminue. Les monétaristes (Friedman, Lucas ...) ont critiqué cette thèse en arguant que, sur le long terme, la courbe est verticale et le chômage devient égal à son « taux naturel » (chômage né d'inadaptations et chômage frictionnel). Les individus finissent en effet par se rendre compte qu'ils sont victimes de l'illusion nominale et que les salaires apparemment plus élevés sont plus faibles en termes réels.

où l'inflation chronique – et croissante – des années 60 et 70 a fini par être jugulée.

Mais qu'en est-il des « avantages » de cette liquidité mondiale qui ne cessait de croître ?

Il est impossible de donner une réponse simple et uniforme à la question du bilan des « avantages et des inconvénients » de la création monétaire, pour la bonne raison que cet équilibre change avec le temps et se dégrade au fur et à mesure que l'endettement s'accroît. On comprend qu'un pays très faiblement endetté ait « de la marge » pour faire appel à des capitaux extérieurs et se développer, alors que tel autre ayant dépassé la limite tolérable d'endettement ne peut plus sans danger recourir à de nouveaux prêts.

C'est pourquoi je vais m'attacher à distinguer les différentes phases du processus d'endettement mondial en essayant d'analyser la nature des capitaux en question.

1 – Les pays avancés.

a) Tout d'abord, **dans la première période d'après-guerre, celle des « trente glorieuses » (1945-1974)**, pendant laquelle les pays avancés ont connu la plus forte croissance de l'histoire contemporaine (environ 5% de croissance réelle par an en moyenne, ce qui est sans précédent sur une durée aussi longue), on observe que **les flux de capitaux internationaux et la croissance du crédit global ont été modérés.**

Plusieurs raisons expliquent cette modération.

- D'une part, la fixité des changes du système de Bretton Woods prévalait encore ;
- d'autre part, la plupart des Etats cherchaient à se protéger des inconvénients des mouvements de capitaux par des contrôles des changes rigoureux.

Il est de fait que l'extraordinaire croissance des « 30 glorieuses » ne peut être expliquée par la création monétaire internationale.

b) Puis s'ouvrit une deuxième période, celle qui va de 1975 à la fin des années 90. Elle est marquée notamment par les suites de l'effondrement du système de Bretton-Woods en 1971-73, les deux chocs pétroliers de 1974 et 1979 et la montée de l'inflation. On sait ce qui s'en est suivi : abandon de la discipline collective en matière de changes, facilités accrues pour l'endettement extérieur³, recyclage des « pétrodollars » par le système bancaire international, crises d'endettement extérieur, politiques monétaires axées sur la maîtrise de l'inflation des prix à la consommation mais non sur le freinage de la croissance excessive du crédit et de la hausse du prix des actifs.

C'est la période de la grande « dérégulation financière » qui a vu disparaître les contrôles des changes et qui a facilité l'expansion des liquidités internationales et, en particulier, celle du marché de l'Euro-dollar⁴ et des capitaux à très court terme (mouvements dits « spéculatifs » dont j'évoquerai plus tard les inconvénients). En bref, le système mondial coopératif créé en 1944 était ébranlé dans ses fondements mêmes.

³ C'est à partir des années 1980 que la part des flux de capitaux dans le total des transactions internationales a explosé (passant de 4% du PIB en 1975 à environ 200% en 1993 pour les grands pays).

⁴ Le marché de l'Euro-dollar, c'est-à-dire celui des dollars traités par les banques non-américaines, a pris un essor considérable depuis le début des années 70 et a contribué à l'augmentation de la liquidité globale. La réglementation américaine datant des années 30, dite « réglementation Q », fixait, en effet, des plafonds aux taux de rémunération des dépôts bancaires. Elle était destinée à contenir l'accès des banques US à la collecte des dépôts. Mais cette réglementation fut tournée ou exploitée : les banques américaines ont pu, en effet, désormais s'alimenter en dépôts en \$ auprès des banques étrangères qui travaillaient sans limites sur l'Euro-dollar. Un développement considérable de ces opérations « off-shore » s'en est suivi au cours des années 70 et 80. Les banques commerciales internationales ont massivement prêté en Dollars, provoquant ainsi l'expansion du marché des Euro-crédits et de la liquidité mondiale. C'est ainsi que les dépôts en \$ placés auprès des Eurobanques ont décuplé de 1970 à 1979. En 1991, les engagements en Euro-dollars des banques s'élevaient à 7300 Milliards de \$, soit près de dix fois le montant des réserves officielles (800 Milliards \$).

L'endettement indéfini – tant des Etats que du secteur privé – était apparu à beaucoup comme la solution à tous les problèmes. Cette abondance de liquidités a, certes, favorisé l'expansion du commerce mondial et accompagné les pays avancés dans une croissance acceptable bien que plus modeste (2,5% l'an en moyenne pendant cette période, soit la moitié de la croissance des Trente Glorieuses), mais au prix de dégâts dont la troisième période a hérité.

c) Cette troisième période est celle du désordre que nous avons vécu dans les années 2000 et qui explique la crise financière de 2007-2008. L'explosion du crédit qui caractérise cette phase et la grande aisance monétaire qui l'a permise, se sont traduites par la formation de considérables bulles d'actifs dans un environnement de taux d'intérêt proches de zéro et d'une appréciation défailante des risques. Les marchés ont été emportés en 2007 par la crise des « sub-primes »⁵. La confiance a disparu d'un coup, la liquidité s'est dérobée et il a fallu, pour sauver le système financier, que les Banques Centrales se portent massivement acheteuses de titres souvent considérés comme « toxiques » et qui ne trouvaient plus preneurs. Les Instituts d'Emission sont donc devenus les prêteurs en dernier ressort du système, multipliant la taille de leurs bilans jusqu'à cinq fois⁶. Le paradoxe était que la crise provenait d'un excès d'endettement mais que le remède à la crise a été : « encore plus d'endettement ! ».

2 – En ce qui concerne les pays émergents, je crois qu'on peut avancer que les entrées de capitaux internationaux dont ils ont bénéficié au cours des années 80-90 ont contribué, avec, évidemment, l'ouverture du commerce mondial, à leur prodigieux essor économique. Il convient, cependant, de

⁵ Crédits « sub-primes » : crédits immobiliers accordés à des emprunteurs fragiles et dont la capacité à rembourser était incertaine.

⁶ 10 trillions \$ ont été ajoutés à leur bilan par les principales Banques Centrales : un record absolu !

nuancer cette assertion. En fait, c'est l'épargne intérieure de ces pays qui a été le facteur déterminant de leur croissance.

*

* *

Au total, ce que l'on a appelé le « consensus de Washington » qui a prévalu pendant les années 80 jusqu'en 2007 était fondé sur deux présupposés dogmatiques :

- **La libéralisation des marchés financiers, leur développement et leur intégration sont favorables à la croissance économique ;**
- **Les marchés sont rationnels et s'auto-correctent assez vite en cas de déviations par rapport aux fondamentaux.**

Le consensus concluait logiquement qu'il était impératif de conduire les pays émergents à la libéralisation totale de leurs marchés financiers.

Or ces deux axiomes se sont avérés infondés ou dangereux. Les études empiriques sur la relation entre ouverture des marchés financiers et développement économique sont, en effet, peu concluantes. Quant à la rationalité des marchés, et à leur caractère auto-stabilisateur, la crise de 2007-2008 a montré l'inanité de cette croyance.

*

* *

III – En quoi l’expansion de la liquidité globale a-t-elle fragilisé le système financier ?

Il faut, avant de répondre à cette question, donner une idée plus précise de ce qu’a été l’expansion fulgurante de la liquidité globale au cours des années qui ont précédé la crise de 2007-2008.

Depuis la fin des années 70 et jusqu’en 2010, l’endettement public des pays avancés (essentiellement sous forme d’obligations) a quintuplé en termes réels (passant de 20 à 100% du PIB). Or, au-delà d’un niveau d’endettement public de l’ordre de 70% du PIB, l’expérience montre que les incidences négatives sur la croissance semblent l’emporter.

Quant au crédit au secteur privé (non financier) il a également explosé (triplement en termes réels de 1970 à 2010⁷).

Or l’observation « post-crise » montre que les pays de la zone Euro les plus endettés ont eu la plus faible croissance.

L’ensemble des pays du G20 ont accumulé aujourd’hui une dette totale de plus de 150 000 Milliards, soit un niveau record de 230% du PIB (un quasi doublement au cours des 15 dernières années). L’économiste américain Minsky a montré, parmi d’autres, l’inéluctabilité des crises financières issues du laisser-faire en matière d’endettement⁸.

⁷ Aux Etats-Unis, l’endettement est passé de 112% du PIB en 1976 à 295% en 2008, soit près d’un triplement en valeur réelle en trente ans.

⁸ Hyman Minsky a théorisé l’instabilité fondamentale de la finance. Il a analysé les différentes phases du cycle du crédit : le financement « bordé » - hedged – (adéquation entre actifs investis et conditions de financement), auquel succède le financement spéculatif « euphorique » (où les cash flow futurs ne suffisent pas à couvrir les charges - et le remboursement - de l’endettement accumulé), puis la prise de profits, la vente systématique des actifs par des investisseurs surendettés en quête de liquidité, suivies par la panique. Lorsque l’euphorie s’installe, les institutions financières tendent à accorder davantage de crédits à des emprunteurs de plus en plus douteux. Dans ce modèle, la stabilité de la première phase engendre l’instabilité des phases suivantes.

Cette montée en puissance du crédit⁹ a eu plusieurs conséquences sur la stabilité du système :

1) La facilité avec laquelle on pouvait s'endetter a favorisé la prise de risques de plus en plus élevés ce qui a entraîné la détérioration de la qualité des bilans des institutions financières ;

2) La facturation du coût des risques, dans un environnement de taux bas, **était devenue notoirement insuffisante**, ce qui incitait les emprunteurs à s'endetter toujours davantage ;

3) Le système financier était donc fragilisé et nombre d'emprunteurs, trop exposés, ne pouvaient plus faire face à leurs échéances que si la croissance économique et le prix des actifs continuaient à progresser.

4) Cette progression du crédit explique **la taille et la volatilité croissantes des mouvements de capitaux ainsi que les crises d'endettement** qui ont émaillé notre histoire financière : crise d'Amérique latine en 1982, crise mexicaine de 1995, crise asiatique de 1997, crise russe de 1998, crise mondiale de 2007-2008...

5) Enfin, **les taux d'intérêt proches de zéro**, voire négatifs, que nous connaissons depuis plusieurs années **affectent gravement l'équilibre des fonds de pension et des organismes d'assurance-retraites**. Ces institutions voient baisser le rendement de leurs actifs

⁹ La dette globale est passée de 87 000 Milliards \$ en 2000 à 152 000 Milliards en 2015 (soit 225% du PIB mondial).

alors que leurs engagements à long terme vis-à-vis des retraités demeurent à leurs niveaux contractuels¹⁰.

Il est donc impossible de soutenir que la création massive de liquidités internationales à bas taux d'intérêt n'ait pas eu des effets négatifs sur la stabilité du système financier mondial.

Le présupposé à la base de la politique monétaire qui nous a menés là où nous sommes aujourd'hui est que l'inflation des prix à la consommation finit toujours par être porteuse – ou signe – d'activité économique. Promouvoir un minimum d'inflation grâce à une politique monétaire accommodante serait donc, en définitive, le moyen d'assurer la croissance et le plein emploi.

Mais avec les changements structurels à l'œuvre, et, en particulier, avec les effets de la mondialisation (qui contribue à freiner l'inflation du fait de l'ouverture du commerce international aux importations en provenance des pays à bas salaires), le lien entre inflation et activité économique s'est distendu.

En conséquence, le fait de chercher, à tout prix, à faire remonter l'inflation à ses niveaux traditionnels, apparaît en partie illusoire et n'est plus aujourd'hui une garantie de croissance.

De fait, les banques centrales semblent bien avoir perdu de leur pouvoir d'influencer l'inflation. Mais qu'elles s'obstinent, malgré cela – ou à cause de cela – à créer massivement de la monnaie, c'est, à coup sûr, le meilleur moyen, pour les raisons que je viens d'évoquer, de porter atteinte à la stabilité du système financier et, par là même, de mettre en péril la croissance future.

¹⁰ On a calculé que le déficit des seuls fonds de pension des Etats-Unis, de la Grande-Bretagne, du Canada, de l'Australie, des Pays-Bas et du Japon s'établit aujourd'hui à 22 trillions \$.

*

* *

Regardons de plus près, à la lumière de la crise de 2007-2008, les enchaînements entre surabondance des liquidités et du crédit d'une part, et dérèglements du système financier de l'autre.

Dès que les prix de l'immobilier aux Etats-Unis – qui avaient atteint des sommets inexplicables – ont commencé à se retourner à partir de 2006, les emprunteurs américains ont évidemment vu la valeur de leurs gages fonciers se réduire, mais aussi leur capacité à rembourser. En effet, les banques, constatant l'appauvrissement patrimonial de leurs clients, ne pouvaient plus consentir aux plus impécunieux d'entre eux de nouveaux crédits qui eussent pu les aider à rembourser leurs emprunts hypothécaires antérieurs.

Mais il y avait plus grave encore.

Comme les crédits immobiliers avaient été en grande partie « titrisés » (c'est-à-dire vendus sur les marchés mondiaux à des investisseurs sous forme de titres), le virus des mauvais « subprime » initiés aux Etats-Unis par les banques américaines a vite infecté les marchés financiers par un processus fatal de contagion.

Par ailleurs, la baisse des prix de l'immobilier a conduit les agences de notation (qui n'avaient pas anticipé ce retournement) à dégrader massivement les notes (bien trop favorables) qu'elles avaient données à l'origine à ces instruments hypothécaires titrisés. Les prix de ces actifs se sont donc effondrés et les institutions qui les détenaient (banques, hedge funds, conduits, fonds monétaires) ont donc dû les provisionner, à défaut de pouvoir les vendre sur des marchés où les acheteurs avaient disparu.

Mais, pour acquérir, avant la crise, ces instruments titrisés – qui s'étaient avérés relativement attractifs dans un environnement de taux d'intérêt très faibles – la plupart des intermédiaires financiers avaient beaucoup emprunté.

Ces institutions avaient ainsi considérablement accru leur effet de levier (en laissant diminuer la proportion de leurs fonds propres par rapport aux prêts consentis) ainsi que leur pouvoir de transformation (en empruntant court pour financer des actifs longs). Il s'en est suivi que la chute de la valeur des actifs titrisés sous-jacents a entraîné, à son tour, la défiance des prêteurs : soudainement, les marchés interbancaires et celui du « papier commercial » se sont asséchés et nombre d'institutions n'ont pu refinancer les actifs qu'elles détenaient dans leur bilan. Certaines SICAVs monétaires – qui détenaient des « subprimes » - étaient devenues illiquides alors qu'elles étaient traditionnellement considérées comme des substituts de monnaie.

Dans un monde hyperfinanciarisé, où la liberté des mouvements de capitaux est l'élément central du jeu monétaire international et où l'endettement des agents économiques s'était accru sans contrôle et à très bas taux d'intérêt, plusieurs phénomènes se sont produits :

- 1) L'intégration mondiale des marchés financiers et la titrisation se sont révélées être des facteurs de contagion et donc de vulnérabilité. Désormais, la crise ne peut plus être contenue dans l'Etat ou dans le secteur où le feu a démarré. Elle se propage aussitôt à travers le monde ;

- 2) Un système financier dont le développement repose trop, comme c'est le cas du financement de l'immobilier aux Etats-Unis, sur la hausse continue du prix des actifs - en

l'occurrence celui des logements - , est voué à des crises répétées. A cet égard, le système bancaire anglo-saxon avait contribué à l'euphorie ambiante en « extrayant » de la valeur à partir de la hausse des prix immobiliers et en augmentant ainsi sa capacité à accorder des prêts supplémentaires à des emprunteurs souvent impécunieux.

3) L'expansion du crédit a puissamment contribué à la montée du prix des actifs. Cette hausse s'est elle-même traduite par les « effets-ricesse », surtout dans le monde anglo-saxon :

en effet, la hausse des valeurs patrimoniales donne à beaucoup l'impression d'être plus riches et de pouvoir donc emprunter davantage. Mais la formidable montée des valeurs sur les marchés boursiers liée à l'excès de création monétaire est préoccupante dans la mesure où elle n'est pas en ligne avec les taux de croissance économique très modérés que nous connaissons depuis quelques années ;

4) Les interconnexions entre marchés traditionnels et marchés dérivés ont surpris par leur ampleur. Dans un monde où la sophistication des produits financiers a crû exponentiellement, la complexité s'est révélée source d'instabilité et de contagion ;

5) L'intensification des échanges de titres financiers a accru la sensibilité des positions extérieures nettes des grands pays aux mouvements des taux de change et des prix des actifs¹¹. Ainsi, les Etats-Unis ont bénéficié, au cours des années 2000, d'effets de valorisation positifs de leur position extérieure nette en dépit de la

¹¹ Entre 1973 et 1996, l'intégration financière internationale (somme des actifs et des passifs extérieurs dans le PIB) a connu une croissance soutenue. Dans ce contexte de mondialisation financière, les revalorisations d'actifs et de passifs extérieurs ont augmenté alors que le rôle des déséquilibres courants déclinait.

détérioration continue de leur solde courant. Le processus d'ajustement des balances des paiements s'en trouve faussé.

6) La politique monétaire avait trop mis l'accent sur la stabilité des prix à la consommation, et pas assez sur la hausse anormale des prix des actifs et sur les bulles financières qui sont, pourtant, des indicateurs très sûrs d'inflation future ;

7) Enfin, et d'une manière plus générale, **les acteurs de la politique monétaire ont sous-estimé l'importance du « cycle financier » qui exerce sur l'économie réelle un effet d'autant plus déstabilisant que la masse de liquidités est élevée.** Après l'emballement du prix des actifs et la crise, vient la nécessaire et inéluctable « réparation » des bilans soufflés durant les années d'euphorie. Cette réparation est longue (environ deux fois plus longue – au moins 10 ans – que le cycle économique traditionnel) et entraîne de lourds sacrifices en termes de réduction des investissements et d'accroissement du chômage.

Mais, au-delà de cette évocation des incidences globales de la croissance massive du crédit il faut se préoccuper aussi du **raccourcissement des échéances** qui la caractérise.

Du temps de la première globalisation financière (celle du XIXème siècle), les capitaux circulaient librement comme aujourd'hui. Mais c'étaient, en majorité, des flux d'épargne de long terme destinés à financer les dépenses d'infrastructure liées à la révolution industrielle (chemins de fer, équipements électriques).

Aujourd'hui, la situation a complètement changé : ce sont les flux financiers de très court terme qui prédominent¹².

Comme le disait Keynes : « Lorsque l'organisation des marchés financiers se développe, l'activité de spéculer l'emporte sur l'activité d'entreprendre ».

J'ajouterai une dernière observation. Lorsque la politique monétaire des pays avancés – et notamment celle de la Fed, qui joue un rôle décisif sur l'ensemble des marchés – s'assouplit et que les taux d'intérêt s'approchent de zéro, les pays émergents sont directement affectés par cette situation. Ces pays connaissent, en général, du fait de leur processus de « rattrapage économique », une inflation et donc des taux d'intérêt plus élevés que ceux que l'on observe dans les pays avancés. Dans l'environnement de bas taux qui règne sur les grands centres financiers, les investisseurs trouvent donc dans ces pays émergents des taux de rémunération plus élevés. D'où des mouvements de capitaux disrupteurs et à très court terme (« carry Trade ») : les pays émergents ont alors du mal à sauvegarder leur politique monétaire anti-inflationniste au risque de voir leur change s'apprécier. Et les entrées de capitaux nourrissent, à leur tour, des bulles de crédit locales¹³.

*

* *

¹² Les montants échangés – à la vitesse électronique – chaque jour sur le marché des changes défient l'imagination : 4000 Milliards \$ contre 200 en 1986.

¹³ Après la crise, le mouvement a continué dans certains pays émergents. Ainsi, le crédit en monnaie étrangère aux entreprises et aux ménages chinois a plus que doublé de 2009 à 2011 (voir « Global credit and domestic credit loans » par Claudio Borio et alia - BRI Quarterly review Sept 2015).

CONCLUSION :

Comment contrôler la liquidité internationale ?

Le bilan de cette expansion de la création monétaire s'avère, en définitive, préoccupant.

Les capitaux à long terme ont, indéniablement, alimenté le système en liquidités et contribué à la croissance économique, d'abord en Europe, au Japon, puis dans les pays en développement et émergents. Ils ont sans nul doute favorisé l'expansion du commerce mondial.

Mais les excès de l'endettement global ont fragilisé le système financier :

Alors que certains s'attendaient au développement harmonieux et à coûts plus faibles de marchés financiers de plus en plus intégrés, efficients et concurrentiels, on a observé :

- La montée de l'endettement au-delà des limites soutenables ;
- La vulnérabilité croissante des pays endettés aux perceptions changeantes des marchés ;
- L'aggravation des déficits extérieurs mondiaux ;
- Une volatilité croissante des mouvements de capitaux ;
- L'expansion démesurée des flux spéculatifs de court terme ;
- La formation de bulles d'actifs ;
- La fragilisation des institutions d'épargne-retraite ;
- Une succession de crises financières ;
- Un développement considérable de l'endettement extérieur des Etats-Unis (plus de 20 000 Milliards \$), contrepartie des réserves accumulées par les pays émergents créditeurs. Or la « capacité fiscale » des USA à faire face à cet endettement se réduit progressivement¹⁴. C'est aujourd'hui la nouvelle forme du « dilemme de Triffin »¹⁵.

¹⁴ La position nette extérieure totale des Etats-Unis, longtemps positive, est devenue négative depuis les années 90 (- 7300 Milliards \$ en 2015).

¹⁵ Ce dilemme posait, à l'origine, le problème de la fragilité du dollar et de l'impossibilité d'assurer, à terme, sa convertibilité en or. Aujourd'hui, il s'agit plutôt de la crédibilité des USA face à leur endettement croissant.

Il faut donc se poser les deux questions-clé :

- « Peut-on contrôler ces mouvements de capitaux, notamment les plus volatiles d'entre eux, afin d'éviter leurs effets délétères sur la stabilité du système ? ».

et :

- « Peut-on créer un mécanisme plus rationnel et plus soutenable d'alimentation du système en liquidités ? ».

Poser ces questions c'est, du même coup, mettre l'accent sur l'absence, depuis 1973, d'un système monétaire international capable d'instaurer une véritable coopération entre les Etats afin de renouer avec la stabilité financière. La réforme de ce système n'a fait aucun progrès depuis plus de 40 ans.

Il faut rappeler qu'un système monétaire international n'est rien d'autre qu'une manière de faire co-exister, sous une autorité commune et dans un cadre coopératif, cohérent et discipliné, différentes politiques nationales. Tant que l'on n'aura pas reconstitué un ordre monétaire répondant à ces caractéristiques, on ne pourra répondre aux questions posées. Or, aujourd'hui, il faut bien reconnaître qu'il n'existe aucun « ordre monétaire » mondial.

Seul le retour à un engagement international des grands acteurs du système en vue de mettre en œuvre des politiques de stabilité cohérentes permettrait de réduire la volatilité des mouvements de capitaux, les excès de l'endettement et l'instabilité financière qui en résulte.

En raison du fait que l'expansion du crédit intérieur et la politique monétaire qui lui est associée sont parmi les déterminants de l'évolution des balances des paiements courants, l'ancrage des taux de change sur un panier de

monnaies-étalon¹⁶ - de préférence à une monnaie nationale (le dollar) que le polycentrisme actuel ne justifie plus - présenterait l'avantage d'inciter les pays « déviants » à regagner le chemin de la stabilité et de la cohérence monétaires avec le souci d'un ajustement plus symétrique des déséquilibres de balance des paiements.

Cette proposition me paraît souhaitable. Mais est-elle réaliste ? Personnellement, je ne le pense pas. Comment espérer obtenir des acteurs majeurs du système – ceux qui déterminent la liquidité internationale – (Etats-Unis, Chine ou même l'Allemagne) – et qui sont satisfaits du statu quo - qu'ils acceptent de soumettre les grandes orientations de leur politique économique et monétaire à des contraintes ou à des demandes d'infléchissement émanant d'une institution multilatérale du type FMI et, de surcroît, dotée de sanctions ? Les tendances de la nouvelle administration américaine ne font que conforter ce scepticisme.

A défaut d'une réforme de si grande ampleur, on peut songer à des propositions plus modestes, mais peut-être plus praticables dans les circonstances actuelles. J'en citerai trois :

1) Développer et donner du contenu à l'idée de la « surveillance macro-économique ». On s'est aperçu, avec la crise, qu'il ne suffisait pas d'organiser une surveillance « verticale » de chacune des institutions financières pour assurer la stabilité du système. Il fallait aussi – et surtout – comprendre suffisamment tôt, pour les prévenir, les « risques systémiques » qui sommeillent toujours au cœur des marchés. La plupart des Etats se sont donc dotés, après la crise, de « Comités de risques systémiques » chargés de détecter les fissures, les bulles d'actifs et les dérapages avant qu'il ne soit trop tard. Une mise en

¹⁶ A défaut de la création d'une véritable monnaie internationale gérée collectivement.

commun, à l'échelon international, des travaux de ces Comités paraît nécessaire si l'on souhaite arriver à des diagnostics partagés et à des actions, sinon communes (car les problèmes peuvent être localisés) mais du moins cohérentes.

De ce point de vue, les travaux du Conseil de Stabilité Financière – organe né du G20 – gagneraient, me semble-t-il, à être plus opérationnels et à être formulés d'une manière moins générale.

2) Intensifier la discrète concertation entre autorités responsables en

ce qui concerne la mise en œuvre de la politique monétaire et ses infléchissements. On sait comment et combien ces orientations – surtout quand elles viennent de la Fed et du plus grand marché financier du monde – peuvent avoir des effets déstabilisateurs sur d'autres pays. Un peu moins « d'unilatérisme » serait de mise.

3) Remettre en cause intelligemment le dogme de la sacro-sainte liberté des mouvements de capitaux pour ce qui est des flux à très court terme (« hot money »), dont la volatilité et les effets perturbateurs

ne sont plus à démontrer. Tout en étant conscient de l'efficacité relative de tels contrôles (du fait de l'extrême intégration du système financier et de la facilité à tourner les règles), je pense qu'il existe des méthodes assez dissuasives - et souvent utilisées dans le passé – pour décourager les entrées de capitaux spéculatifs à très court terme. A cet égard, je signale les travaux entrepris par l'OCDE depuis quelques années et qui ont abouti à un « code de conduite » autorisant le recours éventuel par les Etats à des mesures de restrictions de mouvements financiers.

*
* *

En définitive, les questions lancinantes de Keynes et de Triffin sur le système monétaire international institué au lendemain de la guerre sont toujours actuelles.

Ces deux grands économistes étaient conscients des risques que ferait peser sur la stabilité du système la libéralisation des capitaux non liés au règlement des transactions courantes.

Ils pensaient aussi que le fait de faire dépendre du déficit des paiements courants américains – et donc de la création de dollars – l'alimentation du monde en liquidités était à la fois aléatoire et dangereux.

Rien dans ces inquiétudes n'a changé ni n'a été réglé : le monde s'est intégré financièrement de plus en plus, alors que s'intensifiait le nationalisme monétaire des grandes puissances et que se dissolvaient les disciplines du système multinational organisé à la fin de la guerre.

Ce « non-système » a favorisé, tant chez les émetteurs que chez les détenteurs de la monnaie internationale – le dollar – la poursuite d'objectifs - insoutenables à terme - de croissance de la consommation ou des exportations.

Nous nous sommes habitués à consommer en nous endettant pour éviter de traiter les vrais problèmes. Mais les taux zéro n'incitent guère les gouvernements à maîtriser les déficits et à réduire la charge des dépenses publiques excessives. Quant à la « planche à billets », elle ne saurait être la bonne réponse au poids croissant de la dette souveraine.

Aujourd'hui les niveaux d'endettement sont tels que le système a tendance à se gripper. Le dilemme devient alors le suivant :

- Si les taux d'intérêt se « normalisent », c'est-à-dire augmentent, les pays les plus exposés – et ils sont nombreux – risquent la crise financière souveraine.
- Mais si les pouvoirs publics persistent à pénaliser les épargnants (en cherchant à faire remonter l'inflation coûte que coûte ou en forçant pour longtemps les taux d'intérêt à zéro), le financement à long terme de la croissance économique par l'épargne pourrait être compromis.

Au fond, les choses sont simples : la croissance économique dépend toujours de deux facteurs fondamentaux : le dynamisme démographique et les progrès de productivité. Or le vieillissement des populations observé depuis plus de trente ans ainsi que le déclin de la productivité contribuent inévitablement à l'affaiblissement de la croissance.

Au lieu de le reconnaître et de s'efforcer de traiter, dans la mesure du possible, les causes structurelles du ralentissement de la croissance tout en cherchant à restaurer les équilibres fondamentaux, on a préféré « jeter de l'argent aux problèmes » en augmentant sans cesse la création monétaire, les déficits, l'endettement, et le risque de bulles.

Comme l'a dit récemment un économiste américain : « On en est arrivé à une société qui, littéralement, se consume elle-même. »¹⁷.

*
* *

¹⁷ Christopher Whalen dans « *International Economy – Spring 2017* ».

Si les Banques Centrales apparaissaient comme devant continuellement renflouer les économies, les banques et les Etats, l'alea moral s'installerait et l'appétit pour le risque deviendrait illimité.

Le fait pour certaines Banques Centrales d'acheter des quantités considérables de bons du Trésor (jusqu'aux $\frac{3}{4}$ des émissions) fait, certes, baisser les taux d'intérêt sur ces instruments mais laisse aussi accréditer l'idée que les Instituts d'Emission ont vocation à monétiser la dette publique. Il est à craindre que lorsque la prochaine crise surviendra, les Banques Centrales n'aient plus de marges pour baisser les taux et seront confrontées à une récession qu'elles ne pourront plus vaincre avec l'hétérodoxie monétaire, vu la difficulté de faire baisser les taux en dessous de zéro.

*
* *

Il ne faudrait pas croire que ces enchaînements ont été le fruit du hasard ou de forces obscures et irrépressibles.

En fait, les grands Etats, acteurs du jeu économique et financier, ont consciemment « déréglementé » à partir des années 80. Ils souhaitent libéraliser, pour le développer, le système financier mondial afin d'assurer plus de croissance. Ainsi, les Etats-Unis ont-ils organisé la course à l'endettement. Pour faire accéder à la propriété de leurs logements les couches sociales les moins favorisées, les autorités américaines n'ont pas hésité à faire pression sur les banques et les organismes para-publics de refinancement des logements en les poussant à prêter toujours davantage à des clients dont les capacités de remboursement étaient plus que douteuses¹⁸.

¹⁸ Cf « La globalisation financière en crise » par Catherine Mathieu et Henri Sterdyniak - Revue OFCE Juillet 2009.
« Aux Etats-Unis, les marchés financiers furent systématiquement déployés pour résoudre les problèmes sociaux ».

En un mot, plutôt que d'encourager l'accès au logement au moyen d'une politique de redistribution par le budget, le Congrès a préféré ouvrir les vannes du crédit à des emprunteurs fragiles.

Mais favoriser la croissance ou le bien-être social par une expansion imprudente du crédit est une forme de démagogie particulièrement coûteuse, notamment pour ceux qui sont supposés en être les bénéficiaires.

Y a-t-il eu, au moins, un débat démocratique au sein des représentations nationales sur ce choix, pour le moins aventureux, et sur ses conséquences à long terme ? A ma connaissance, la réponse est négative. C'est là que notre sujet, apparemment technique, rejoint la morale et la politique.

Jacques de Larosière

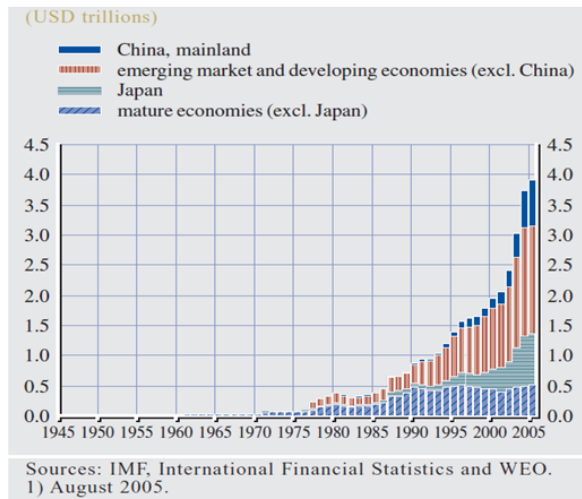
(en trillions \$)

et : « Sous l'administration Carter, le “ Community Reinvestment Act ” de 1977 requérait que Freddie Mac et Fannie Mae garantissent les prêts hypothécaires accordés aux communautés pauvres. », cité par Rémi Pillet dans « Etats et marchés financiers » (CEDJ 2017).

La dette des ménages américains (encours en pourcentage du revenu disponible) est passée de 62% en 1975 à 127% en 2006.

Evolution des réserves officielles mondiales (1945 - 2005)

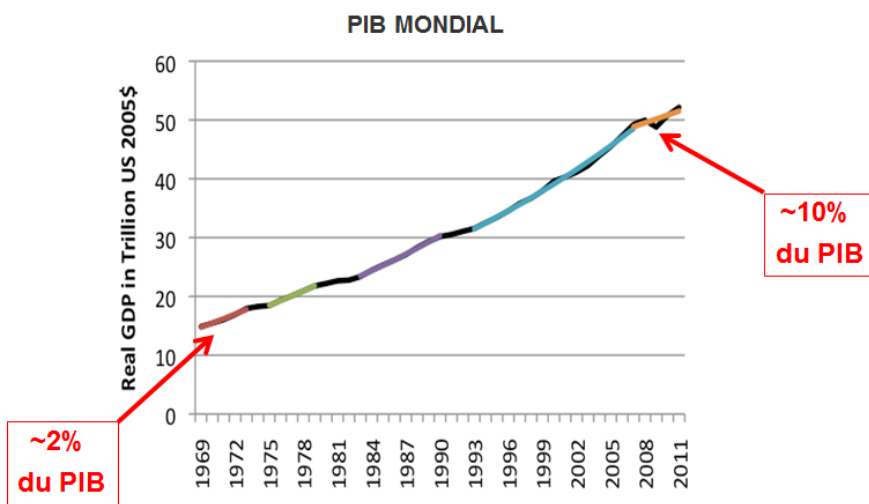
Diapo 1



- 1) Les réserves officielles ont décuplé depuis 1980 en termes nominaux
- 2) La part de la Chine, des pays émergents et du Japon explique à elle seule, l'évolution constatée

Evolution des réserves officielles mondiales en % du PIB

Diapo 2

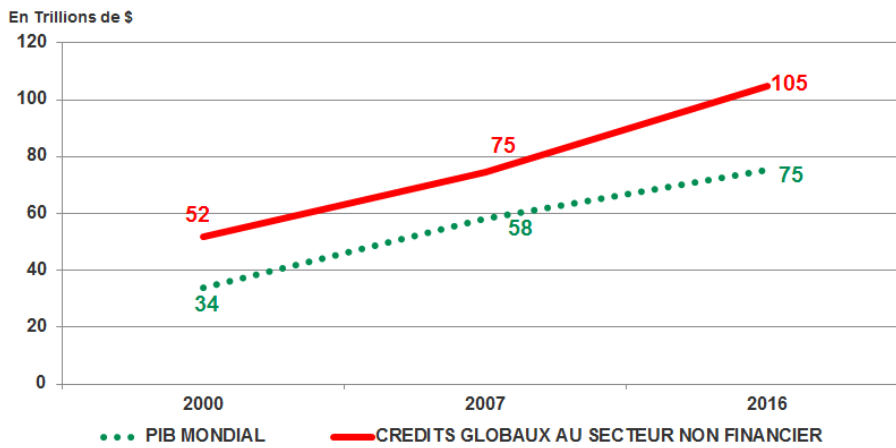


En termes réels, les réserves officielles ont quintuplé en 35 ans

Source : ECB (Occasional Paper N° 43)

La croissance du crédit privé global a fortement augmenté depuis 15 ans

Diapo 3



- ✓ Les crédits globaux ont doublé en valeur de 2000 à 2016
- ✓ Par rapport aux réserves officielles, le crédit privé est entre 10-15 fois plus élevé
- ✓ Les encours de crédit sont devenus considérablement supérieurs au PIB mondial
- ✓ La croissance des crédits en termes réels a augmenté depuis 2007 de 30%

Source: IMF [Statistics](#), BIS - [Quarterly Review](#) (June 2017)

4

*
* *

BIBLIOGRAPHIE

Texte sur la création massive de monnaie

Entretien Académique du 20 novembre 2017

- Banque des Règlements Internationaux (BRI-BIS) : Rapports annuels
- BIS : Quarterly Review September 2006 : « The changing composition of official reserves » par Philip D. Woolridge
- BIS working paper N° 377 : “Rapid credit growth and international credit. Challenges for Asia” par Stefan Avdjiev et alia Avril 2012
- BIS working paper N° 402 : “Understanding global liquidity” par Sandra Eickmeier et alia Février 2013
- BIS Quarterly review September 2015 : “Global credit and domestic credit loans” par Claude Borio et alia
- European Central Bank (ECB) : “The accumulation of foreign reserves”. Occasional paper N°43 Février 2006 par une International Relations Task Force
- Agnès Benassy-Quiré et Jean Pisani-Ferry : “Quel système Monétaire International pour une économie mondiale en mutation rapide ?” - Conseil d’Analyse Economique 2011
- Robert Pringle : « The Money Trap : Escaping the grip of Global Finance » Londres, Pelgrave-Macmillan 2012
- Michel Aglietta et Nathalie Valla : “Macroéconomie financière » Ellipsos 1995
- Daniel Cohen et Pierre Awenezkyk : Economie et Statistique Année 1980 Volume 126
- Académie des Sciences Morales et Politiques : « Recréer un système monétaire international » par Michel Pébereau, Jean-Claude Trichet et Jacques de Larosière - 2 mars 2015

- Philippe Martin : « La globalisation financière » - Université de tous les savoirs 29 avril 2000
- Trésor-Eco : « La mondialisation financière affecte le processus d'ajustement extérieur des économies » N° 103 Juin 2012
- Rémy-Pillet : « Etats et Marchés financiers » LEDJ 2017
- Keynes Conference : King's College Londres 8 octobre 2016 (voir contributions by Geoffrey Tily et Paul Davidson)
- Michel Lelart : « Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ? » Revue d'Economie Financière 2010
- Jacques Rueff : « Le lancinant problème de la balance des paiements » 1962 Payot
- Henri Bourguignat : « Le fait nouveau de l'endettement net des Etats-Unis » Revue d'économie 1988 Volume 1 et Revue d'Economie Politique 2003 Volume 113
- Kenneth Rogoff et Carmen Reinhart : « This time is different : eight Centuries of Financial Folly»
- Lorenzo Bini-Smaghi : « Le dilemme de Triffin toujours d'actualité » : BCE 3 octobre 2011

*

* *