

Intervention de J de Larosière  
à la Conférence de l'EUROGROUP 50  
sur l'environnement monétaire post-covid 19

---

le 15 octobre 2020

**Table ronde sur l'impact international de la politique monétaire de la Fed**

Je ferai quelques brèves remarques.

1) La Fed domine la politique monétaire mondiale.

- a) Les graphiques joints en annexe montrent, à l'évidence, le rôle déterminant de la Fed dans la conduite de la politique monétaire,
- b) Les raisons en sont simples :
  - Le dollar est la monnaie internationale,
  - Le marché financier de New York domine la finance par sa taille, sa prépondérance, sa liquidité

2) Mais les Etats-Unis, du fait de leur structure financière, ne sont pas représentatifs du « monde ».

- a) Les Etats-Unis peuvent enregistrer des déficits courants massifs, quasiment illimités : les créanciers acceptent le dollar comme moyen de règlement et de réserve.
- b) Le financement de l'économie US se fait à raison de 75% par les marchés alors qu'en Europe ce sont les banques qui financent l'économie à hauteur de 75%.
- c) Il en résulte que :
  - L'Europe est trois fois plus impactée par les taux 0 – en termes d'affaiblissement du système bancaire – que les USA,
  - Les pays émergents – qui ont très peu de marges de manoeuvre budgétaires – sont tributaires des marchés pour le financement de leurs déficits, mais avec des spreads élevés, ce qui entraîne des entrées de capitaux courts (« carry trade » avec incidence sur l'appréciation de leurs devises).

d) Pour ces raisons,

- Les USA pratiquent la politique monétaire qui leur convient le mieux en termes d'emploi et de croissance,
- Sans avoir à se préoccuper des limites à leur endettement public ni des risques futurs en termes de stabilité financière provenant de l'excès d'endettement global,
- L'idée de « normaliser » la politique monétaire afin de relever les marges d'action en cas de récession ne leur est pas naturelle (ils ont commencé à le faire de 2016 à 2019, mais ont brusquement renversé la vapeur quand les marchés ont réagi).

3) La « nouvelle donne » décidée par la Fed le 15 septembre 2020 pose des problèmes sérieux.

L'idée selon laquelle la « sous-performance » de ces dernières années en termes d'inflation, doit servir à corriger les « excès » d'inflation future, ne paraît pas logique.

En effet cette sous-performance (« undershooting ») n'est pas le résultat d'une politique monétaire trop rigoureuse (en fait, cette politique a été continuellement accommodante avec des taux à zéro), mais la conséquence de nombreux facteurs surtout structurels (vieillesse des populations, globalisation ...).

En conséquence, le fait de maintenir – voire d'intensifier – une politique monétaire super accommodante quand l'inflation se redressera au-dessus de l'objectif, ne paraît pas cohérent.

Cela reviendrait à dire : « bien que les conditions monétaires ne soient pas la cause de la faible inflation passée, nous allons intensifier l'expansion de la politique monétaire future afin de « compenser » les périodes de faible inflation (comme si la stimulation monétaire de demain était susceptible de corriger des facteurs structurels exogènes – non monétaires – qui relèvent du ralentissement séculaire de la croissance.

J'ajoute que l'absence d'indications sur la durée de la correction (quelles sont les périodes de sous-inflation passées retenues ?) et sur la limite supérieure de l'inflation autorisée, rendent le nouveau dispositif non transparent. C'est comme si la Fed voulait se donner les moyens de prolonger indéfiniment sa politique.

*Jacques de Larosière*

