

Académie des Sciences Morales et Politiques

Communication du lundi 2 novembre 2020

Le pouvoir monétaire

Introduction

La définition de la monnaie par Aristote est toujours valable : elle remplit trois fonctions : unité de compte, réserve de valeur et moyen de règlement.

Le sujet que vous m'avez imparti est complexe et dépasse l'idée simple selon laquelle ce serait l'Etat qui, en créant sa monnaie nationale, exercerait à lui seul le monopole du pouvoir monétaire.

En effet, il faut comprendre que, depuis les temps modernes, ce n'est pas l'Etat seul mais aussi – et, en vérité, surtout – les banques privées qui créent la monnaie.

« Loans make deposits » (« les prêts font les dépôts »), dit l'adage. C'est-à-dire que le fait pour une banque d'accorder un prêt à un client crée automatiquement un dépôt au nom de l'emprunteur, dépôt qui nourrira la masse monétaire et de futures transactions porteuses d'activité économique.

Par contraste, la monnaie directement émise par l'Etat (pièces d'or, billets), ne représente qu'une très modeste part de la monnaie nationale.

C'est si vrai qu'en Italie, par exemple, du XIIème au XVème siècle, ce sont les banques qui ont personifié le pouvoir monétaire. Les banques – florentines notamment – prêtaient abondamment aux particuliers, aux entreprises et aux princes. D'où leur puissance. Pas de Banque Centrale pour régler la politique monétaire et influencer les taux d'intérêt. Pas d'autorité monétaire chargée de contrôler les banques et de leur fournir, « en dernier ressort », de la liquidité si nécessaire.

La stabilité du système monétaire de l'époque était donc entièrement liée à la santé, ou aux crises, des institutions bancaires privées. Trop prêter à des clients qui finissent par devenir impécunieux était la menace qui pesait – et pèse toujours – sur le système financier. De fait, en Italie, survinrent des faillites retentissantes de banques prestigieuses (comme Leccacorvi en 1244 et la Gran Tavola en 1302).

Ce sont ces crises qui ont, petit à petit, amené les autorités politiques nationales à mettre en place des réglementations imposant aux banques un minimum de fonds propres et de liquidités.

Ces réglementations et ces contrôles sont devenus, graduellement, un élément du « pouvoir monétaire ».

L'histoire qui nous a conduits à la politique monétaire actuelle – faite de création de liquidités extrêmement abondantes et de très bas taux d'intérêt pendant très longtemps – est riche en surprises et en enseignements.

Je vais essayer de vous la faire parcourir en montrant successivement :

- 1) Le fondement étatique de la notion de monnaie : le pouvoir monétaire :
- 2) Comment les systèmes monétaires nationaux ont accepté de limiter leur pouvoir et de se soumettre à la discipline de l'étalon-or au XIXème siècle ;
- 3) En quoi, depuis trente à quarante ans, les grandes Banques Centrales – devenues prétendument « indépendantes », mais, en fait, de plus en plus proches du pouvoir – ont imprimé une marque – extraordinaire mais problématique – à la politique monétaire mondiale et à notre système financier.

*
* *

I – La monnaie a toujours été un enjeu de pouvoir.

- 1) Les Etats ont, au cours de l'histoire, cherché à s'assurer le maximum de « pouvoir monétaire ». Ils se sont attachés, en particulier :
 - être les seuls à définir la devise officielle en usage sur leur territoire,
 - à se doter du monopole de l'émission des pièces, puis des billets,
 - à s'assurer le bénéfice des « seigneuriages »¹,
 - à réglementer le pouvoir de création monétaire des banques,
 - à abuser, quand – et tant – qu'ils le pouvaient, de la création monétaire pour financer leurs déficits,
 - à user du pouvoir discrétionnaire de dévaluer la monnaie (rappelons-nous les rois de France réduisant le poids ou le titre de l'or définissant la monnaie sans en changer sa valeur officielle).

Parallèlement, les Etats – comprenant cependant que les monnaies devaient, pour prospérer, bénéficier de la confiance de leurs sujets – se sont, en fin de compte, résolus le plus souvent à définir leurs devises nationales par un poids (en principe fixe) de métal précieux (or ou argent) afin de faciliter l'acceptabilité de ces monnaies et de favoriser les transactions financières dans des Etats ou des Empires de plus en plus étendus et où il fallait disposer d'une référence homogène.

¹ C'est l'avantage qui découle pour un Etat de l'émission de monnaie. En « battant » des monnaies métalliques, les « Seigneurs », puis les Etats, retenaient une partie de la valeur émise pour se rémunérer des services rendus. Avec la monnaie fiduciaire, l'Etat recueille les bénéfices qui s'attachent à l'émission d'une monnaie-papier peu coûteuse à produire mais dont la circulation génère activité économique et taxes.

La monnaie était donc devenue elle-même une valeur réelle (un poids de métal) et non pas seulement une unité de compte exprimant une valeur notionnelle.

Cependant, chemin faisant, à partir des XVII^{ème} et XVIII^{ème} siècles, avec le développement du commerce international et pour des raisons tenant à la commodité des transactions, les unités monétaires – définies par un poids de métal – ont pris la forme de billets émis par les Banques Centrales, billets eux-mêmes le plus souvent convertibles en or par l'Institut d'émission, à la demande des usagers. C'était l'avènement de la monnaie fiduciaire convertible et assortie du cours légal.

Avec la guerre de 1914 et pour faire face à l'ampleur des dépenses militaires, les gouvernements ont émis des quantités de monnaie dépassant largement les stocks d'or de leurs Banques Centrales. Ils ont dû, de ce fait, abandonner la convertibilité de leurs monnaies et déclarer le « cours forcé ». L'inflation de guerre avait eu raison d'un siècle d'étalon-or.

Ce changement dans notre histoire monétaire en 1914 est important. Il donne une dimension nouvelle à la notion de pouvoir monétaire.

C'est, en effet, 1914 qui marque en quelque sorte la « renationalisation » de la monnaie, nationalisation liée à l'effort de guerre.

Je ne peux m'empêcher de citer ici l'anecdote du cours à Sciences Po de notre ancien confrère le Professeur Paul Leroy-Beaulieu. Celui-ci, reprenant son enseignement à la rentrée de l'automne 1914, déclara, en substance, à ses étudiants : « J'ai une bonne nouvelle à vous apporter : la guerre ne va pas durer. En effet, les dépenses militaires s'avèrent immenses et les réserves d'or des Banques Centrales des belligérants ne sont plus à la hauteur des besoins entraînés par la convertibilité-or des monnaies ».

M. Leroy-Beaulieu était peut-être un bon monétariste, mais il avait oublié qu'avant d'être une unité de valeur, la monnaie était un moyen de puissance. La monnaie nationale pouvait et devait servir à financer la guerre : telle était la volonté des Etats. La contrainte de l'étalon-or devait être écartée.

Après la fin du conflit, on essaya de revenir à l'étalon-or, mais cela s'avéra impossible et, les unes après les autres, les devises, autrefois définies en or, se détachèrent du métal : leurs taux de change commencèrent à flotter.

La grande inflation de la première guerre mondiale et les habitudes d'endettement qu'elle avait créées avaient eu raison de la stabilité du système financier mondial.

2) Derrière ce récit, il convient d'évoquer quelques données théoriques assez contrastées.

Parmi les économistes ayant théorisé sur la nature de la monnaie, on compte l'Allemand Georg Friedrich Knapp (1842-1926).

Il a développé, avec son école (les « chartalistes »), la théorie de la monnaie étatique détachée de toute référence matérielle. Knapp considère que seul un Etat peut faire prévaloir le recours à un moyen de paiement sans valeur intrinsèque. L'auteur place donc l'Etat au cœur du processus monétaire qui doit rompre avec le système de l'étalon-or.

Pour lui, l'Etat dépense et, à cette fin, crée de la monnaie fiduciaire. Celle-ci permet à son tour aux agents économiques d'acquitter leurs taxes.

Ainsi, la monnaie est une sorte de « bon » permettant de régler ses obligations sans recourir au crédit.

Selon cette conception – qui a influencé la pensée keynésienne – la monnaie procède toujours d'une décision de l'Etat.

Par contraste, ce fut une innovation lorsque Mundell, en 1961, suivi par Mc Kinnon en 1963, élaborèrent la théorie des « zones monétaires optimales » selon laquelle différents Etats appartenant à une même région géographique pourraient avoir avantage à abandonner leur pouvoir monétaire national afin de disposer, ensemble, d'une monnaie commune qui leur permettrait de mettre en commun capital et travail pour optimiser le fonctionnement de leurs économies.

Ainsi naquit l'Euro en 1999, monnaie commune aux Etats de l'Union Monétaire Européenne, instituée par un Traité international mais sans la création d'un Etat Fédéral.

Après vingt ans de fonctionnement, on continue à se poser la question de la viabilité d'une telle union monétaire étant donné que, malgré la monnaie unique, les politiques économiques et budgétaires de chaque Etat membre sont restées nationales, et que l'hétérogénéité de ces politiques est devenue très marquée.

L'homme d'Etat italien, Luigi Einaudi², a eu la prescience de s'en inquiéter bien avant l'Union Monétaire :

² Né en 1874, décédé en 1961.

« Le transfert à la fédération du droit exclusif de battre monnaie n'accomplira pas de lui-même le miracle de garantir au peuple une bonne monnaie », avait-il averti.

3) De fait, la question de la monnaie européenne continue de se poser.

La monnaie unique est-elle compatible avec la diversité des politiques économiques et budgétaires nationales qui caractérise cette Union ?

Les obligations souveraines émises en euros par les différents Etats sont, normalement, affectées de « primes de risques » (écarts de taux d'intérêt) qui sont elles-mêmes le reflet de la qualité des titres émis, telle qu'elle est appréciée par les marchés. Si un Etat de l'Union s'avisait à dépenser « sans compter », à entretenir des déficits budgétaires record, le marché finirait par sanctionner ce comportement en exigeant, pour financer cet Etat plus risqué, de lui prêter à des taux d'intérêt plus élevés.

En conséquence, on a, dans la même zone monétaire, des obligations libellées en euros mais assorties de taux différents.

C'est cette absence d'un Etat fédéral européen responsable de la politique économique de l'ensemble, qui explique l'existence dans le Traité de Maastricht de la « clause de non renflouement » des Etats membres qui interdit le financement monétaire des déficits nationaux.

Tant que les politiques budgétaires demeurent nationales – et donc sujettes à dérives éventuelles – chaque Etat membre restera responsable des écarts de taux entraînés par sa politique budgétaire. La crainte a toujours été – surtout chez les Etats « frugaux » du Nord - que la dette encourue par les différents membres de l'Union devienne petit à petit une dette fédérale et non plus seulement l'addition de dettes – certes émises en euros – mais, en fait, nationales.

Pour les Etats les moins endettés le risque serait que les Etats les plus dispendieux dégradent les conditions de l'émission de l'ensemble, transférant ainsi aux autres membres une partie de leurs problèmes et les pénalisant de ce fait.

§§§§§§§§§§§§§§§§§§

II – L'étalon-or et la coordination des politiques monétaires sur un modèle de stabilité.

Le XIXème siècle et l'étalon-or constituent, à certains égards, une remarquable et unique parenthèse dans l'histoire du nationalisme et du pouvoir monétaire.

Ce fut, en effet, une période de coopération monétaire internationale sans égale.

Certes, les monnaies restaient nationales et objets de pouvoir : le Franc germinal, la livre sterling, la couronne ... Mais la recherche d'une monnaie commune a abouti au système coopératif de l'étalon-or.

Selon ce système, chaque monnaie était définie par un poids d'or et ces définitions restaient fixes. C'est-à-dire que les rapports de change étaient, en principe, irréversibles.

L'unité de compte internationale était l'or. Et les monnaies nationales lui étaient liées.

Dans ce système, toute émission de monnaie nationale se faisait donc avec une contrepartie et une garantie en or.

L'or servait à la fois comme monnaie de réserve des Banques Centrales et comme moyen ultime de règlement des transactions.

Il est évident que, contrairement à la monnaie fiduciaire – qui permet de créer librement de la monnaie – une monnaie à contrepartie or ne peut être créée arbitrairement par un Etat. La contrainte découlant de la convertibilité or des billets émis par les Banques Centrales empêchait l'explosion des déficits budgétaires.

En effet, si un pays s'avisait de mener une politique inflationniste, par exemple en augmentant massivement ses dépenses militaires, la « contrainte or » s'exerçait.

Un tel pays, du fait de sa politique budgétaire expansionniste, connaissait vite un surcroît de consommation et d'importations ainsi que des hausses de prix. Pour financer une telle poussée de la demande, il fallait suffisamment d'or. Car si la création monétaire dépassait les réserves en or, la discipline des « points d'entrée et de sortie de l'or » s'exerçait automatiquement. Les sorties de capitaux, conséquence de toute politique de croissance forte de l'émission monétaire, devaient être financées en métal précieux : le système l'exigeait. Mais si, de ce fait, l'or venait à manquer, le système se grippait : la convertibilité ne pouvait plus être assurée et le pays devait abandonner l'étalon or et décréter le cours forcé ou laisser son économie s'adapter à la crise.

Ce qui est assez extraordinaire, c'est que l'acceptation de cette contrainte fut volontaire : les Etats s'y soumettaient sans obligation formelle parce qu'ils considéraient qu'au total la discipline de l'étalon-or leur était bénéfique et renforçait la crédibilité de leurs monnaies nationales.

Le système était simple :

- Les cours de change des grandes monnaies étaient stables ;
- Les balances des paiements s'équilibraient, en principe, d'elles-mêmes (un pays déficitaire devait régler en or ses surcroûts d'importations, ce qui réduisait d'autant la quantité de monnaie en circulation et contribuait, de ce fait, à la baisse des prix intérieurs et donc à restaurer la compétitivité des exportations).

Ce système était, bien sûr, loin d'être parfait. Basé sur l'or, il était tributaire de la production – elle-même aléatoire – du métal. En outre, l'automaticité des ajustements pouvait être trop rigide.

Mais il est indéniable que, malgré ses défauts, le système de l'étalon or favorisa un siècle d'expansion économique s'accompagnant d'investissements gigantesques, et cela dans un environnement de grande stabilité monétaire.

Du point de vue du sujet qui m'est imparti, l'histoire de l'étalon or montre bien les tensions entre pouvoir politique national et le système monétaire international auquel on avait librement décidé d'adhérer.

A cet égard, je ne résiste pas à la tentation de partager avec vous une anecdote que j'ai tirée des archives de la Banque de France sous Napoléon III et qui jette une vive lumière sur le sujet des tensions politiques inhérentes à l'étalon or.

C'était en 1853, au début de la guerre de Crimée, qui avait commencé en octobre de cette année-là.

L'envoi d'un important corps expéditionnaire français en Orient, de 310 000 hommes, avait provoqué des remous sur le marché des changes. Face aux craintes d'une forte aggravation des dépenses publiques, de plus en plus de particuliers et d'institutions financières réclamaient à la Banque de France la conversion de leurs francs en or. La Banque s'en inquiétait. Ainsi, à la succursale de Marseille, il n'y avait plus assez d'or pour satisfaire la demande. L'agence réclamait à Paris des envois de métal.

C'est alors que le Gouverneur, un financier chevronné, le Comte d'Argout, en poste à la Banque depuis 20 ans³, demanda à rencontrer M. Rouher, Vice-Président du Conseil d'Etat, personnage très influent, éminence grise, qui jouait, en fait, le rôle de Premier Ministre. Au cours de l'entretien, le Gouverneur souligna que la convertibilité de la monnaie dépendait de la confiance et, en l'occurrence, de la discipline budgétaire : les dépenses entraînées par la guerre devaient être financées par des impôts supplémentaires ou par des économies sur d'autres secteurs. M. Rouher répondit que la situation politique ne permettait pas la prise de telles mesures. Il conseilla au Gouverneur d'en parler directement à l'Empereur.

Aussi, le Comte d'Argout, par une froide journée de décembre 1853, s'en alla trouver l'Empereur. Celui-ci était assis auprès du feu dans la pénombre d'un salon du Palais des Tuileries. L'Empereur invita son visiteur à s'asseoir et lui dit : « Monsieur le Gouverneur, vous avez souhaité me voir. Parlez ». Argout expliqua la pression qui s'exerçait de plus en plus sur le franc. Il conclut : « Sans de nouvelles mesures, la Banque de France n'aura plus assez d'or pour satisfaire la demande ». L'Empereur, dont le visage était resté impassible, lui dit : « Qu'est-ce que vous suggérez ? ». Argout répondit : « Ou bien le Gouvernement prend très vite des mesures budgétaires convaincantes, ou c'est le cours forcé (c'est-à-dire la suspension de la convertibilité en or) ». L'Empereur répliqua : « Je ne puis durcir le budget dans les circonstances présentes et je vous interdis formellement de déclarer le cours forcé. A vous de résoudre la question. Après tout, c'est votre affaire ».

Le gouverneur quitta le Palais. Il était triste et atterré. Il demanda à son cocher de s'arrêter un peu plus loin devant l'Hôtel Rothschild. Et ce soir-là, la veille de Noël, un prêt important fut arrangé avec le puissant banquier, ce qui aida, pour un temps, à faire face à la situation.

Il faut dire que le moment choisi par le Gouverneur était particulièrement inopportun. Les navires russes de la mer Noire venaient de détruire la flotte ottomane à la bataille de Sinope. Napoléon III, à ce moment crucial du conflit, ne pouvait donner l'impression d'hésiter.

§§§§§§§§§§§§§§§§§§

³ Le comte d'Argout, né en 1782, mort en 1858, fut Gouverneur de 1834 à 1836, puis de 1836 à 1857.

III – Cinquante ans d'excès monétaires.

La question monétaire a toujours été celle d'une tension entre pouvoir politique et stabilité.

Pour le pouvoir politique, la monnaie est une perpétuelle tentation. Face au désir ou au besoin de dépenser – souvent à des fins de conquête militaire ou, plus récemment, pour financer l'Etat-Providence ou encore pour s'assurer de la popularité – la monnaie, croyait-on (croit-on encore), offrirait une alternative à la levée d'impôts.

En effet, il apparaît politiquement plus facile, a priori, pour un Etat d'emprunter sur le marché financier que de relever le montant des taxes, même si les emprunts devront, un jour, être remboursés au prix d'un effort fiscal différé.

Mais le financement monétaire présente un inconvénient majeur : il favorise l'inflation.

A force de créer de la liquidité sans rapport avec l'augmentation de la production, on déprécie la valeur de la monnaie et le prix des produits tend à augmenter, ce qui, à la longue, ne fait qu'appauvrir les ménages.

C'est là un phénomène ancien : il a connu des moments paroxystiques au cours des crises d'hyperinflation (Révolution française, l'Allemagne entre les deux guerres ...), mais il a emprunté aussi la route insidieuse de l'inflation chronique.

Jean Bodin avait lumineusement montré en 1568 le lien entre le niveau général des prix et la quantité de monnaie en circulation.

Or il est de fait que le monde dit « développé » s'était enfoncé dans l'inflation au cours des années 1970, après la fin des accords de Bretton-Woods et la suppression de la convertibilité en or du dollar en 1971. L'inflation s'était, en quelque sorte, « installée » ; mais, contrairement à la croyance keynésienne et à l'enseignement de la courbe de Philips⁴, elle n'était pas nécessairement accompagnée de croissance ; à la longue elle se combina même avec le ralentissement économique et la hausse du chômage pour produire ce qu'on a appelé la « stagflation ».

On avait, certes, appris, plus ou moins, à vivre avec l'inflation en indexant les revenus sur l'évolution des prix. Mais, dans cette course perpétuelle, les détenteurs de revenus fixes – en particulier les salariés et les retraités – étaient les éternels perdants.

⁴ Philips, économiste néo-zélandais, avait montré en 1958 qu'il existait une relation négative entre l'inflation (par hausse des salaires) et le chômage : plus les prix étaient orientés à la hausse, plus le chômage tendait à baisser.

Les Etats entretenaient l'inflation par toute une série de facilités qu'ils s'accordaient. En dehors des « correspondants » dont la liquidité alimentait ce que l'on appelait « le circuit du Trésor », les Banques Centrales étaient mises à contribution pour financer une partie notable des dépenses publiques, soit par achat de Bons du Trésor (le fameux « plancher » des Bons du Trésor imposé aux banques et qui nécessitait le concours des Instituts d'Emission), soit par avances directes de la Banque Centrale aux Trésors.

Avec le quadruplement du prix du pétrole, en 1973, l'inflation dépassa les 20% par an. La Fed, avec Paul Volcker, y mit un coup d'arrêt en relevant massivement les taux d'intérêt en 1979-80, au prix d'une sévère récession.

Parallèlement, un mouvement de pensée s'était, à l'époque, mis en route : celui de l'indépendance des Banques Centrales. Puisque les Etats étaient trop tentés de créer de la monnaie, il fallait les en empêcher en prémunissant statutairement les Instituts d'Emission contre toute intervention de l'Etat en faveur de la création monétaire.

C'est ce mouvement – mondial – qui aboutit, notamment, à l'indépendance de la Banque Centrale Européenne, à la prohibition des financements monétaires du Trésor et à l'interdiction de toute instruction, ingérence ou influence de la part de l'Etat à l'égard des Banques Centrales. Cette protection concerne la Banque Centrale Européenne, de même que chacune des Banques Centrales nationales membres de l'Eurosystème.

Et, de fait, l'inflation finit par se réduire au cours des années 80, pour atteindre les niveaux très faibles constatés depuis le début des années 90 (autour de 1 à 1,5% par an).

Ce fut là ce qu'on a appelé la « grande modération ».

Etait-ce le résultat de l'indépendance des Banques Centrales ? Peut-être en partie.

Mais d'autres facteurs, autrement plus puissants, étaient à l'œuvre : le vieillissement des populations, l'influence de la mondialisation (qui a diffusé les produits de consommation asiatiques à faible contenu salarial), l'affaiblissement de la croissance et des gains de productivité, le changement des comportements sur le marché du travail
...

Ces facteurs structurels ont évidemment joué un rôle central dans l'affaiblissement de l'inflation.

Mais peut-on soutenir, pour autant, que l'indépendance des Banques Centrales ait résolu le problème de l'inflation ?

Plusieurs points peuvent être avancés :

- l'inflation des prix à la consommation s'est réduite, mais pas l'inflation des actifs financiers et immobiliers ;
- or l'inflation des actifs (les « bulles » financières et immobilières) est une source de déstabilisation du système financier qui comporte des inconvénients aussi importants – même s'ils sont d'un autre ordre – que ceux de l'inflation des prix à la consommation ;
- la politique monétaire très accommodante poursuivie depuis plus de vingt ans a sans aucun doute favorisé la montée de l'endettement et l'inflation des actifs (causes des crises financières et source d'inégalités).

La situation est, en fin de compte, complexe.

A force de peser à la baisse sur les taux d'intérêt (les taux directeurs ont été maintenus négatifs en termes réels depuis 20 ans), les Banques Centrales ont, en fait, facilité l'endettement des Trésors : la charge des taux d'intérêt que ceux-ci ont à régler n'est plus suffisante pour inciter les Etats à faire des réformes et à réduire leurs déficits.

On peut ajouter que les achats massifs de Bons du Trésor par les Banques Centrales au titre de la politique dite « d'assouplissement quantitatif » (QE) permettent aux Etats de continuer à s'endetter à bas taux, voire à des taux négatifs.

En conséquence, les montants d'actifs souverains accumulés par les Banques Centrales depuis plus de dix ans défient l'imagination.

De fait, les bilans des Instituts d'Emission ont littéralement explosé (celui de la Fed a été multiplié par 6 depuis 2008, celui de la BCE par 5,5 ...) alors que les taux d'intérêt sont à zéro, ou en-dessous, et qu'on nous dit qu'il en sera ainsi pour très longtemps, voire pendant une période indéterminée.

Cette situation est alarmante dans la mesure où :

- elle favorise l'endettement et donc les crises futures ,
- elle détourne les épargnants des investissements productifs au profit de la détention de liquidités ou de placements spéculatifs ;

- elle auto-entretient donc la perspective d'un futur sans croissance,
- en maintenant les taux d'intérêt à zéro, elle enlève aux marchés leur rôle de sélection en fonction de la qualité des emprunteurs et mène à la généralisation du « hasard moral ».

Les montants de monnaie créés sont tels et la valeur des actifs achetés potentiellement si volatile que les Banques Centrales sont aujourd'hui très inquiètes des réactions de marché au cas où les taux d'intérêt viendraient à se redresser ; la chute de la valeur des actifs financiers risquerait d'être massive.

En d'autres termes, sortir de cette politique d'extrême accommodement présenterait des dangers tels que la seule solution serait – nous dit-on - le statu quo, même si celui-ci préfigure de nouvelles crises financières.

Revenons alors au sujet du pouvoir monétaire et posons-nous la question : « Des Banques Centrales qui ont, pour des motifs de politique monétaire, allégé à zéro le poids de l'endettement public et acheté plus du tiers de leurs émissions peuvent-elles être considérées comme indépendantes des Trésors ? »

Or on nous explique qu'une Banque Centrale qui soutient, de fait, massivement le Trésor ne saurait « normaliser » sa politique sans risquer de déclencher une crise de dettes souveraines.

La Fed a déjà réglé ce dilemme : son mandat est, certes, de stabiliser l'inflation, mais il est surtout de préserver le plein emploi. Cette mission place la Fed dans une situation très proche de celles des autorités politiques. Les dernières orientations de la Fed ne laissent guère de doute à ce sujet. Elle a choisi, le 15 septembre 2020, d'embrasser la forme la plus extrême de la stimulation monétaire, stimulation indéfinie dans le temps, jusqu'à ce que l'inflation regagne durablement le niveau de 2% ou même la dépasse Et, au surplus, elle demande à l'Etat Fédéral – déjà surendetté – de creuser davantage son déficit pour stimuler l'économie. Aucun parti politique, même le plus à gauche, ne professe d'aller plus loin qu'elle.

Il en est de même de la Banque du Japon et, dans une large mesure, de la Banque d'Angleterre.

Les choses sont un peu moins nettes avec la BCE dans la mesure où c'est un traité international et non pas la volonté nationale qui a fixé les règles du jeu et mis au premier plan des objectifs le maintien de la stabilité monétaire. Mais la perspective d'un renforcement de l'euro (avec ses inconvénients en matière de compétitivité) ne risque-t-elle pas de calmer les tentations d'indépendance éventuelles ... ?

Le problème peut être simplifié de la manière suivante :

La création monétaire illimitée fragilise le système financier et décourage l'investissement productif et donc la croissance.

Mais le fait de changer de cap risque, à court terme, de déstabiliser les marchés. Alors faut-il abandonner toute idée de normalisation ?

Comment sortir de ce dilemme ?

Seule une volonté internationale affirmée – à base d'un leadership américain, du reste, aujourd'hui, hautement improbable – pour normaliser très graduellement la politique monétaire et « désacraliser » l'objectif de 2% d'inflation, permettrait d'éviter la monétisation illimitée de la dette publique, monétisation qui finirait par miner le concept même de monnaie et de stabilité monétaire et menacer les fondements de nos sociétés.

Par ailleurs, il semble qu'un peu plus de sélectivité dans le choix des titres achetés par les Instituts d'Emission (ne choisir que les meilleurs), un peu de modération dans le calibrage des nouveaux achats d'obligations, moins de dirigisme dans la fixation des taux à moyen-long terme ainsi qu'une véritable coordination internationale des politiques monétaires, paraissent s'imposer.

Mais il n'est pas sûr que, tout indépendantes qu'elles se plaisent à se considérer, les Banques Centrales puissent aller, même prudemment, dans ce sens ...

En effet, ce qu'on appelle la « domination fiscale » (« fiscal dominance »⁵), c'est-à-dire la soumission de la politique monétaire à l'impératif du maintien de la solvabilité budgétaire des Etats, expliquerait que les banques centrales soient réticentes à relever les taux d'intérêt, même en cas de retour de l'inflation au-delà de 2%. Elles excipent, en effet, de ce que, pendant plusieurs années, l'inflation a été inférieure à l'objectif, ce qui justifierait, à leurs yeux, le bien-fondé d'une sorte de « compensation » dans le temps !

Ne nous méprenons pas.

Au cours de ces dernières années, le pouvoir monétaire a considérablement élargi ses moyens d'action :

- les banques centrales contrôlent non seulement les taux courts – ce qui était l'usage traditionnel – mais toute la courbe des taux jusqu'au très long terme ;

⁵ L'axe monétaire et budgétaire est, aujourd'hui, une question cruciale. Le rapport entre, d'une part, les titres souverains achetés par les banques centrales et, d'autre part, le total de la dette publique émise au cours de l'année 2020 défie l'imagination : 40% pour les US, 50% pour le Japon, 40% pour la BCE, 60% pour l'UK.

- les achats de titres par les Instituts d'Emission concernent non seulement les obligations d'Etat mais aussi des titres privés – souvent de qualité médiocre – voire des actions ;
- il y a quelques semaines, la Fed a ajouté à ses objectifs la recherche d'une plus grande égalité raciale et sociale.

Tout ceci amène la Banque Centrale à jouer un rôle de plus en plus important sur la politique générale de son pays.

La plupart des Banques Centrales détiennent aujourd'hui des encours de titres qui représentent autour de 50% du PIB. Comment parler alors d'indépendance ?

De fait, la capacité des banques centrales à relever les taux d'intérêt dépend, en grande partie, de l'incidence qu'aurait un tel relèvement sur le marché des obligations d'Etat.

Souvenons-nous de 1941. Lorsque l'Amérique entra en guerre, le Gouvernement imposa à la Fed de maintenir les taux bas afin de faciliter l'effort de guerre.

Ce célèbre « Accord » entre le pot de terre (la Fed) et le pot de fer (le Gouvernement) qui fixait les taux sur toutes les échéances ressemble fort à la « guidance » des banques centrales qui régit de nos jours la courbe des taux d'intérêt.

Je rappelle que la Fed eut beaucoup de mal à sortir de l'Accord au cours des années 50.

Dans un tout autre ordre d'idées, on peut ajouter que le développement irrésistible de crypto-monnaies digitales virtuelles dématérialisées (du type « libra ») constitue un défi aux Etats et à leur monopole monétaire en matière de transactions.

*
* *

En résumé :

- le pouvoir politique a accepté de rendre les Banques Centrales « indépendantes » ;

- cependant, en période de crise, le pouvoir politique entend que la monnaie soit mise au service du retour au plein emploi et du freinage de la baisse des marchés ;
- les progrès technologiques risquent de mettre en péril la notion, classique, de monnaies nationales en matière de règlements ;
- mais si un souci de stabilité monétaire à long terme pouvait – devait - , comme je le crois, justifier une « normalisation graduelle » de la politique actuelle au risque d'une certaine déstabilisation des marchés ou même d'une simple tension, modérée, de leurs taux d'intérêt, le pouvoir politique laisserait-il faire ? Après tout, les Banques Centrales - et leurs statuts – sont, en fin de compte, dans la main des Etats. Comme Bonaparte se plaisait à le dire : « Il faut que la Banque de France soit dans la main du gouvernement, mais pas trop ». Et il s'y connaissait en matière de pouvoir.

Jacques de Larosière

*
* *