

Les Temps
Changent

Patrick **Artus**
Marie-Paule **Virard**



La liquidité incontrôlable

Qui va maîtriser la monnaie mondiale ?

PEARSON

La liquidité incontrôlable

Patrick **Artus**
Marie-Paule **Virard**

La liquidité incontrôlable

Qui va maîtriser la monnaie mondiale ?

PEARSON

The Pearson logo consists of the word "PEARSON" in a bold, uppercase, sans-serif font. Below the text is a thin, curved line that arches under the letters, resembling a stylized underline or a bridge.

Des mêmes auteurs, dans la même collection :

On comprend mieux le monde à travers l'économie,
Pearson, 240 pages, 2008

À noter : Les astérisques * renvoient au glossaire de fin d'ouvrage.

Mise en page : FAB Orléans

© 2010, Pearson Education France, Paris

Aucune représentation ou reproduction, même partielle, autre que celles prévues à l'article L. 122-5 2° et 3° a) du code de la propriété intellectuelle ne peut être faite sans l'autorisation expresse de Pearson Education France ou, le cas échéant, sans le respect des modalités prévues à l'article L. 122-10 dudit code.

ISBN : 978-2-7440-7360-1

Table des matières

<i>Les auteurs</i>	VII
<i>Introduction</i>	1
1. La politique monétaire dans tous ses états	5
En accumulant des réserves de change, les pays émergents créent l'essentiel de la liquidité	10
Quand les banques centrales font feu de tout bois pour sauver la croissance	16
Les banques centrales endossent leur costume d'« acheteuses en dernier ressort »	22
Quand la politique de « <i>money rain</i> » inonde la planète de liquidités	26
2. Hyperliquidité contemporaine : fausses peurs et vrais dangers	31
La globalisation reste un agent de désinflation efficace	35
Les banques centrales toujours complices des « vieux » ?	41
De nouvelles bulles encore plus dangereuses	43
Les banques centrales ne savent pas reprendre la liquidité	48
3. Faut-il modifier la mission des banques centrales ?	53
Les banques centrales en lutte contre le risque déflationniste	55
Les méfaits de l'instabilité dynamique des prix d'actifs	59
Les dangers associés aux distorsions sur prix d'actifs	63
Le risque de « fuite devant la monnaie »	65
Quelle nouvelle politique pour les banques centrales ?	69

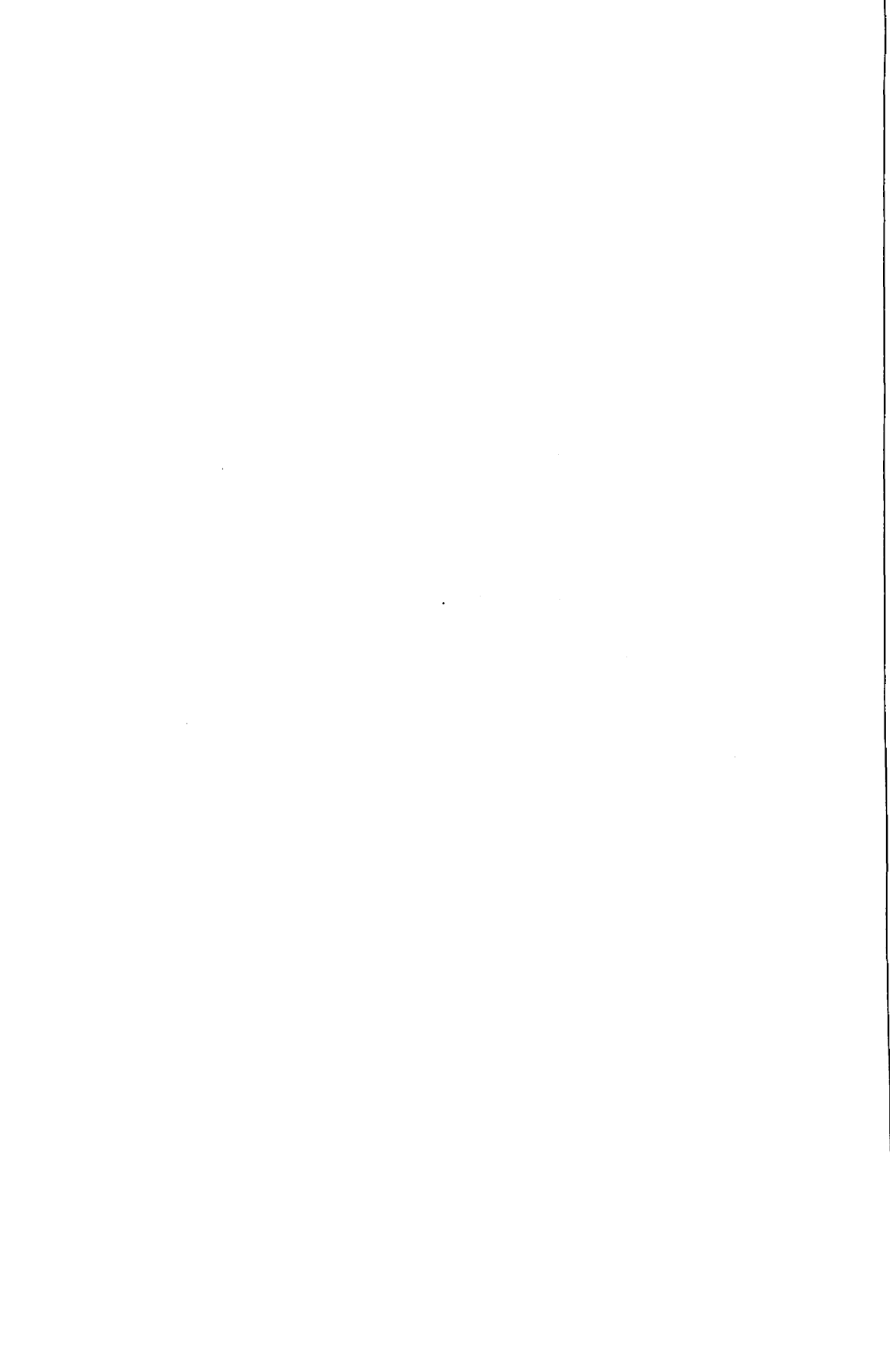
VI - La liquidité incontrôlable

4. Quelle réforme du système monétaire international ?	75
Comment mieux contrôler l'offre de monnaie mondiale ?	80
À quoi pourrait ressembler un système monétaire international « optimal » ?	84
Le face-à-face Chine/Amérique, l'Europe impuissante	87
Pays émergents, les « <i>corner solutions</i> » remises en cause	90
5. Quand les banquiers centraux cherchent la « sortie »...	97
La stratégie de sortie n'est pas un problème technique, mais un problème de politique économique	101
Le piège des déficits publics est tendu	106
Des « stratégies de sortie » sous hautes contraintes	109
<i>Conclusion</i>	117
<i>Glossaire</i>	121

Les auteurs

Patrick Artus est directeur de la recherche de Natixis, professeur à l'École polytechnique et professeur associé à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

Marie-Paule Virard, ancienne rédactrice en chef du magazine *Enjeux-Les Échos*, est journaliste indépendante.



Introduction

Le 25 août 2009, depuis ses vacances dans le Massachusetts, Barack Obama a fini par faire de bonne grâce ce que Wall Street lui réclamait avec insistance : il a reconduit le mandat de Ben Bernanke à la tête de la Réserve fédérale (Fed), la banque centrale des États-Unis. Un renouvellement anticipé qui avait pour objectif d'envoyer un signal de continuité à des marchés financiers encore nerveux et surtout justifié, selon le président américain, par le fait que le patron de la Fed avait su « *éloigner l'économie du gouffre de la dépression* ».

Voilà en effet un homme providentiel. Pour faire face à l'effondrement du crédit au dernier trimestre 2008, la Fed a injecté des centaines de milliards de dollars de liquidités dans l'économie et sauvé de grands groupes financiers de la faillite. Bernanke a ainsi désamorcé la spirale dépressive qui menaçait la planète, tout en permettant aux banques, grâce à des taux d'intérêt ramenés à zéro, de se refaire une santé et d'engranger à nouveau des marges considérables, suffisamment en tout cas pour les voir espérer que tout puisse recommencer comme avant. Juste assez interventionniste pour éviter le désastre, mais pas trop afin de laisser Wall Street renouer tranquillement avec ses bonnes vieilles habitudes. Le banquier central rêvé, en quelque sorte.

Des banquiers centraux confortés par la crise

D'une manière générale, les banquiers centraux sortent renforcés de la crise. Ils ont plutôt bien contrôlé la situation, sauvé le système bancaire et évité que la récession ne se transforme en dépression face à la pire crise mondiale depuis la Grande Dépression des années 1930. Le « consensus » leur décerne la plupart du temps un satisfecit et réserve le goudron et les plumes aux banquiers et autres professionnels de la finance, à commencer par les *traders*, dont l'avidité aurait conduit la planète tout entière au bord du gouffre. De G20 en G20, les dirigeants du monde désignent clairement les incendiaires : les professionnels de la finance, leur arrogance et leur coupable industrie. Personne ne niera qu'en matière d'esprit de responsabilité et de tempérance, le capitalisme a certainement connu périodes plus glorieuses que la vingtaine d'années qui vient de s'écouler et que l'utilité sociale de certaines activités financières n'a pas toujours été d'une évidence cristalline. La volonté des dirigeants de mieux réguler les pratiques des professionnels de la finance est donc justifiée. D'autant plus sans doute à leurs yeux qu'elle est, il faut bien le dire, politiquement porteuse.

Mais réglementer les comportements ne suffit pas à résoudre les problèmes fondamentaux auxquels l'économie mondiale est aujourd'hui confrontée. Le pire serait même que la volonté affichée de traiter quelques symptômes exonère finalement les dirigeants de la planète de s'attaquer aux véritables causes de la crise. En particulier, il y a peu de chances de voir l'encadrement des rémunérations individuelles, fussent celles de *traders*, produire un effet significatif sur le niveau de risque systémique de la finance mondiale. Disons-le tout net : sans contrôle de la liquidité mondiale*, il ne sert absolument à rien de réguler les activités bancaires. Or, la liquidité mondiale* est devenue incontrôlable et il serait donc audacieux d'exonérer banquiers centraux (et gouvernements) de toute responsabilité. Les banquiers centraux ont certes évité la catastrophe pendant la crise, mais ils ont pris leur part dans sa genèse,

tout comme ils risquent de ne pas être étrangers, s'ils n'ajustent pas leurs critères d'appréciation, au déclenchement de la suivante... À la rentrée 2009, les deux machines à fabriquer la liquidité – politiques monétaires des banques centrales de l'OCDE et accumulation des réserves de change* des pays émergents – continuaient à tourner à plein régime, préparant déjà la prochaine secousse. Jamais en effet la croissance de la base monétaire* n'a été aussi forte, sans que la moindre coordination internationale sérieuse ne se profile à l'horizon.

Ne pas rater la sortie de crise

C'est la raison pour laquelle une réflexion approfondie sur la politique monétaire, ses critères, ses moyens, ses objectifs nous semble essentielle en ce début d'année 2010, au moment même où, après que l'économie-monde ait traversé une des plus graves crises financières de l'ère moderne, politiques et experts commencent à parler de « stratégies de sortie* de crise ». Comprendre comment marche la politique monétaire afin de mieux réfléchir à l'évolution éventuelle de la mission des banques centrales constitue un des enjeux majeurs de la période qui s'annonce. C'est ce que nous avons souhaité faire ici, avec, dans notre esprit, un questionnement central : comment faut-il faire évoluer le mandat des banques centrales s'il se confirme, comme nous le pensons, que, dans une économie globalisée, qui se caractérise par un taux d'épargne* élevé (et un taux d'emploi* faible à l'échelle du monde), l'excès de création monétaire ne se déverse pas dans le prix des biens et services, mais alimente en revanche la formation de bulles* sur les prix d'actifs* ? En particulier, jusqu'où et dans quelle mesure les banquiers centraux peuvent-ils jouer le rôle d'acheteurs en dernier ressort*, autrement dit acheter des actifs sur le marché afin d'en soutenir les prix lorsqu'ils s'effondrent ou, au contraire, prévenir la formation de bulles* lorsque les prix s'envolent ? Une réflexion approfondie sur les politiques des banques centrales, la question de l'évolution éventuelle de leur mission tout comme le débat autour de la réforme du

4 - *La liquidité incontrôlable*

Le système monétaire international est indispensable pour mieux comprendre les enjeux qui vont dominer la politique économique dans les années qui viennent. Une réflexion forcément placée sous haute contrainte : celle de l'explosion annoncée de la dette publique dans la plupart des pays développés, ce qui n'est évidemment pas sans effet sur les politiques monétaires, ni, en définitive, sur le rôle, la place et l'indépendance des banques centrales.

La politique monétaire dans tous ses états

Trop expansionniste. Deux mots suffisent à résumer le débat contemporain sur la monnaie. En clair, ils signifient que la liquidité mondiale*, autrement dit la monnaie créée par l'ensemble des banques centrales de la planète (ce que l'on appelle la « monnaie banque centrale* »), est très (trop) abondante. Par voie de conséquence, le crédit devient lui aussi trop abondant. Et cette abondance, on la mesure d'abord à l'évolution de la base monétaire*. Celle-ci a progressé de 13 % à 15 % l'an depuis le début de la décennie, ce qui est déjà beaucoup, avant de s'envoler carrément à la mi-2008 sur un rythme annuel de quelque 30 %. Logique.

Pour lutter contre les crises et autres récessions, les banques centrales augmentent toujours énormément la liquidité. Mais compte tenu du rythme de croisière adopté depuis dix ans, le niveau atteint aujourd'hui par la liquidité mondiale* est sans précédent. En 1988, la base monétaire* représentait un peu plus de 8 % du PIB mondial¹ en valeur. Vingt

(1) États-Unis, Canada, Union européenne à 15, Japon, Chine, Inde, autres pays d'Asie, pays d'Europe centrale et orientale (PECO), Amérique latine (y compris le Mexique), Russie, Norvège et l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP).

À QUOI SERT LA POLITIQUE MONÉTAIRE ?

La politique monétaire est l'ensemble des mesures qui sont destinées à agir sur les conditions de financement de l'économie. Son objectif principal est le maintien de la stabilité des prix (approche monétariste), mais elle peut aussi favoriser la croissance et le plein-emploi (approche keynésienne). Pour atteindre ses objectifs, la banque centrale dispose d'une série d'outils susceptibles de moduler la création monétaire.

Pour maintenir la stabilité des prix, la banque centrale fixe la valeur de son taux d'intérêt directeur*, le taux auquel elle prête la monnaie qu'elle émet aux banques commerciales à un horizon de quelques jours. En temps normal, le niveau qu'elle choisit pour son taux directeur* se transmet à l'économie par l'intermédiaire de plusieurs canaux.

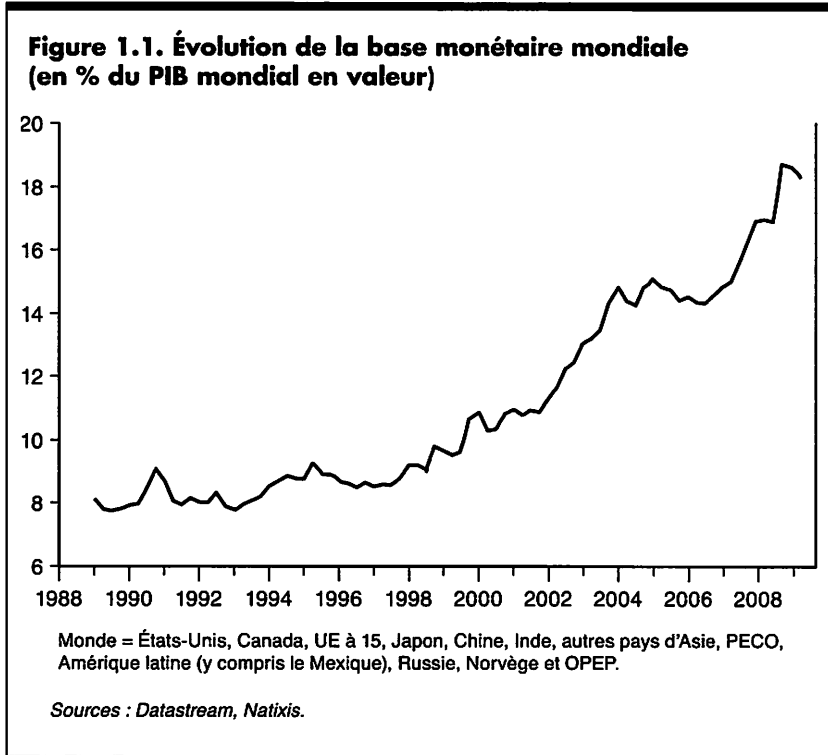
Le premier canal de transmission de la politique monétaire est celui des taux d'intérêt : en contrôlant les taux d'intérêt à court terme*, la banque centrale a une forte influence sur l'offre de liquidité.

À ce premier canal de transmission, vient s'ajouter notamment un second canal, le canal du crédit, qui met en jeu le rôle des banques et le fonctionnement du marché du crédit bancaire. Ce canal tend en théorie à amplifier les effets des impulsions de politique monétaire,

en agissant soit sur le coût effectif du crédit bancaire pour les clients des banques, soit sur la quantité de crédit que les banques sont prêtes à mettre à la disposition des agents économiques.

Au total, en contrôlant le taux d'intérêt nominal* de très court terme sur le marché monétaire, la banque centrale influence les conditions de financement de l'économie, donc de la demande agrégée de biens et services et, *in fine*, après un certain délai, le niveau de l'inflation. On parlera d'une politique monétaire expansionniste*, destinée à stimuler la croissance économique, lorsqu'il y a augmentation du crédit (grâce à des taux d'intérêt bas) et gonflement de la masse monétaire. Le risque est alors que la création monétaire soit excessive et que l'on ait de l'inflation (dans l'approche classique) ou des bulles* sur prix d'actifs* (dans l'approche contemporaine). Dans le cas contraire, on parlera de politique monétaire restrictive* lorsque les autorités monétaires décident de restreindre l'accès au crédit (au moyen de taux d'intérêt élevés) et de faire maigrir la masse monétaire. Le risque est alors que la croissance soit freinée ou, pire encore, que s'enclenche un processus déflationniste (baisse généralisée des prix, des profits et des salaires, récession, chômage).

ans plus tard, au début de 2008, elle tutoyait les 19 % de PIB, avec un montant supérieur à 10 000 milliards de dollars, avant de redescendre légèrement début 2009 à un peu plus de 18 % du PIB mondial (voir figure 1.1).



L'excès de liquidité ne date pas d'hier. La liquidité mondiale* (la monnaie banque centrale*) augmente trop vite depuis les années 1990. Il y a deux causes essentielles à cette croissance très rapide : les politiques monétaires expansionnistes* menées par les grands pays de l'OCDE, y compris en période de beau temps, et l'accumulation des réserves de change* par les banques centrales des pays émergents et producteurs de matières premières qui, depuis la fin de la décennie 1990, cherchent ainsi à limiter l'appréciation de leur taux de change*.

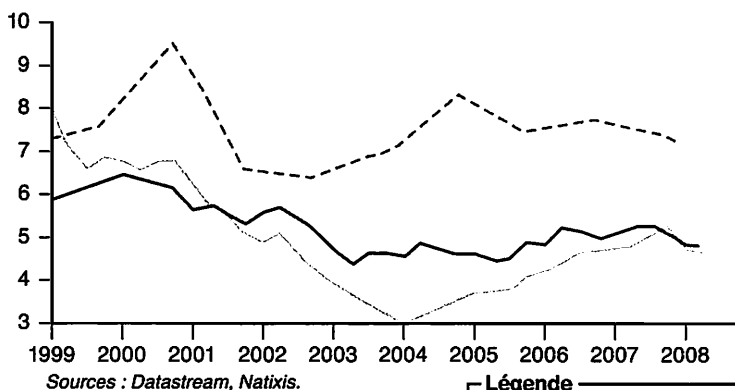
8 - La liquidité incontrôlable

Depuis une quinzaine d'années, les banques centrales des grands pays de l'OCDE ont en effet pris l'habitude de pratiquer des politiques expansionnistes*. Ils l'ont fait même lorsque la croissance était au rendez-vous et que le crédit et les prix d'actifs* progressaient très rapidement, comme ce fut le cas à la fin des années 1990 ou sur la période 2002-2007. La machine à fabriquer la monnaie s'est emballée avec la crise financière de 2007-2009, mais la liquidité mondiale* était déjà dopée depuis longtemps par des taux d'intérêt (le loyer de l'argent) inférieurs au taux de croissance. Un mouvement qui s'est encore accéléré à partir de 2002-2003 (voir figure 1.2).

On peut certainement faire le lien entre le comportement des autorités monétaires et le fait que leur politique a toujours été dictée par une seule et unique obsession : la lutte contre l'inflation. C'est ce que l'on a appelé les « politiques d'*inflation targeting** » (la banque centrale cherche à contrôler l'inflation future telle qu'elle l'anticipe), l'objectif principal, pour ne pas dire exclusif, de la politique monétaire étant alors d'assurer la stabilité des prix. Or, comme l'inflation semblait être sortie des radars, les banquiers centraux en général et Alan Greenspan, le patron de la Réserve fédérale américaine d'août 1987 à janvier 2006, en particulier, se sont progressivement convaincus qu'avec la maîtrise de l'inflation, ils avaient enfin achevé leur quête du saint Graal monétaire. Ils ont pensé qu'ils pouvaient désormais s'abandonner sans risque aux bienfaits d'une politique « accommodante* » (c'est ainsi que l'on qualifie généralement une politique monétaire où la distribution du crédit est facilitée par la modestie du taux d'intérêt), censée installer l'économie mondiale sur un sentier de croissance optimal, une économie mondiale désormais affranchie grâce à eux des cycles économiques.

Afin de « théoriser » en quelque sorte leurs pratiques, les banquiers centraux développent alors une nouvelle théorie, celle de la « grande modération » : c'est la crédibilité* de la politique monétaire qui aurait permis d'obtenir, depuis le début des années 1990, à la fois une faible variabilité de la croissance, de l'inflation et des taux

Figure 1.2. Taux d'intérêt et taux de croissance du PIB mondial (pondérés par les PIB \$PPA)



Légende

- Taux d'intérêt 3 mois
- Taux d'intérêt long terme
- ... PIB en valeur (GA en %)

Monde = États-Unis, Canada, UE à 15, Japon, Chine, Inde, émergents d'Asie, PECO, Amérique latine (y compris le Mexique), Australie et OPEP.

Prenons le cas d'un emprunteur. Si la croissance de ses revenus est supérieure au niveau des taux d'intérêt, n'importe quel taux d'endettement lui semble supportable, car, au fil du temps, la dette augmentant avec les taux d'intérêt mais son revenu augmentant plus vite, son taux d'endettement (dette / revenu) diminue mécaniquement. Apparemment, il n'y a donc plus de contrainte de solvabilité, plus de taux d'endettement maximal à ne pas franchir. Voilà pourquoi on dit qu'une situation où, durablement,

le taux d'intérêt est inférieur au taux de croissance est « pathologique » : elle incite finalement les acteurs économiques à s'endetter de manière déraisonnable, au risque de se retrouver étranglés lorsque la crise financière survient et que la situation économique se retourne brutalement. Or, on observe que cette incitation à s'endetter fut omniprésente sur la première décennie du siècle, avec un écart particulièrement élevé en 2004 entre les taux d'intérêt et le taux de croissance.

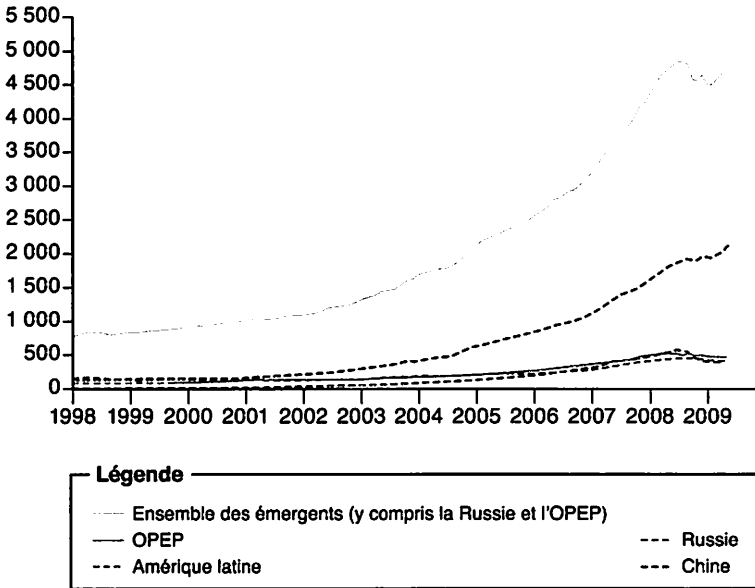
d'intérêt (à l'exception de l'épisode de crise de 2001). Ils défendent la thèse de l'équivalence entre contrôle de l'inflation et stabilité financière : en l'absence d'inflation, la politique monétaire est réputée conservatrice et il ne peut y avoir de déséquilibre financier... La réalité sera finalement moins flatteuse, car nos banquiers centraux auront surtout contribué à installer progressivement une situation très toxique pour l'économie. En principe, le loyer de l'argent devrait en effet toujours être supérieur au taux de croissance, faute de quoi les emprunteurs ne voient pas de raison de limiter leur endettement. C'est ainsi que le taux d'endettement « optimal » devient trop élevé, au risque de fabriquer des bulles* qui finiront par éclater. Les prix des actifs* (actions, immobilier, matières premières) et l'endettement ont augmenté de manière tout à fait anormale à la fin des années 1990, puis de 2003 à 2007, et l'explosion des bulles* sur les prix d'actifs* a déclenché les crises.

En accumulant des réserves de change, les pays émergents créent l'essentiel de la liquidité

Si les banquiers centraux des grands pays de l'OCDE méritent le goudron et les plumes, ils ne sont toutefois pas les seuls responsables de la croissance de la liquidité mondiale* observée depuis une bonne décennie. Ni même les principaux... Celle-ci est due surtout aux politiques monétaires menées par les pays émergents et exportateurs de matières premières. Il s'agit là d'un changement structurel majeur. Depuis quelques années, l'orientation de la politique monétaire mondiale dépend en effet de moins en moins de la politique monétaire menée par les grands pays (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon) et de plus en plus de celles décidées par les pays émergents et producteurs de matières premières.

Après la fin des crises de la période 1997-2000, la plupart des pays émergents se sont mis à accumuler d'importantes réserves de change* en devises. Ainsi, sur plus de 6 000 milliards de dollars de réserves de change* mondiales à fin 2008, l'ensemble des pays

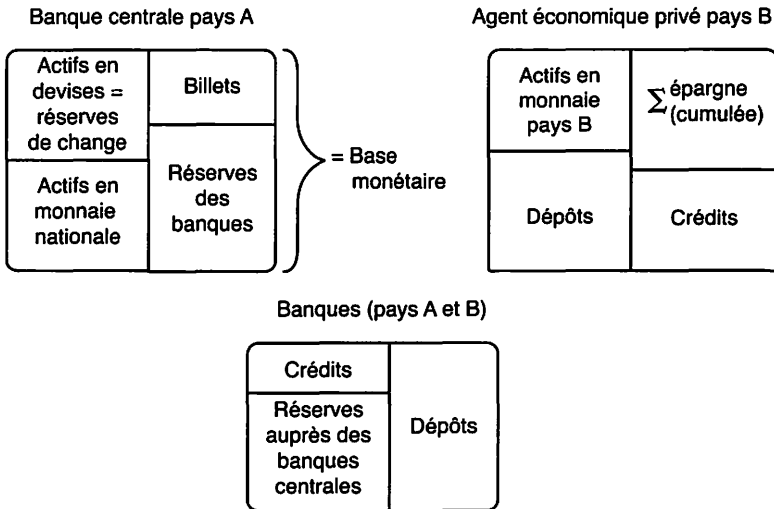
Figure 1.3. Évolution des réserves de change mondiales (en milliards de dollars)



Sources : Datastream, Natixis.

émergents, y compris la Russie et l'OPEP, en comptaient plus de 4 500 milliards : un peu plus de 2 000 milliards pour la Chine, 500 milliards pour les pays de l'OPEP, 420 pour l'Amérique latine (y compris le Mexique) et 360 pour la Russie (voir figure 1.3). Les pays émergents créent donc désormais les trois quarts de la liquidité (de la base monétaire*) mondiale *via* l'accumulation de leurs réserves de change*, puisqu'une telle accumulation est créatrice de monnaie (voir figure 1.4). Reste à comprendre pourquoi les banques centrales des pays émergents d'Asie, des producteurs de pétrole, du Japon éprouvent ainsi le besoin d'engranger depuis quelques années des montagnes de réserves de change*. Pour cela, un petit retour en arrière s'impose.

Figure 1.4. Accumulation de réserves de change et création monétaire



Sources : Datastream, Natixis.

Lorsque la banque centrale du pays A (la Chine, par exemple) accroît ses réserves de change* de 1, on a :

une variation des réserves de change*
(des actifs en devises) de la banque centrale chinoise
= 1 ;

une variation des réserves des banques
auprès de la banque centrale
= 1 ;

une variation des dépôts
= 1.

Pour les agents économiques privés du pays B (les États-Unis, par exemple) :

une variation des actifs détenus
= - 1
puisque'ils vendent ces actifs à la banque centrale chinoise ;

une variation des dépôts
= 1,
reçu en paiement de la vente des actifs.

Il y a à la fois accroissement de la base monétaire* (total du bilan de la banque centrale et réserves des banques à la banque centrale) et de la masse monétaire mondiale (des dépôts bancaires du secteur privé).

De plus, cette création monétaire circule dans le monde entier. Expliquons pourquoi avec l'exemple de la Chine :

- la banque centrale de Chine accroît ses réserves de change* (en dollars dans notre exemple) ;
- pour cela, elle crée du cash renminbi (création de base monétaire*) avec lequel elle achète du cash dollars (par exemple, auprès d'un exportateur chinois qui a reçu des dollars en paiement) ;
- avec le cash dollars, elle achète une obligation en dollars, par exemple auprès d'un investisseur américain (hausse des réserves de change*) ;
- cet investisseur américain dispose donc de cash au lieu d'obligations et peut l'utiliser à sa guise (hausse de la liquidité disponible aux États-Unis).

La liquidité créée par une banque centrale lorsqu'elle accumule des réserves devient bien disponible partout dans le monde.

Pour éviter une récession mondiale après l'éclatement de la bulle Internet, le 11 Septembre et l'affaire Enron, les autorités monétaires américaines mais aussi européennes et japonaises ont à l'époque abaissé violemment leurs taux d'intérêt. Avec la forte stimulation budgétaire décidée par ailleurs par la première administration Bush, il n'en fallait pas davantage pour que la croissance redémarre dès 2003 dans les pays avancés. Une croissance qui a eu, entre autres, deux conséquences : l'apparition d'un solide excédent commercial dans les comptes de la Chine, nouvelle vedette de la mondialisation, et une flambée du prix des matières premières en général et du pétrole en particulier.

Les pays émergents et producteurs de pétrole et de matières premières se sont ainsi retrouvés à la tête d'excédents commerciaux importants (à fin juin 2008, par exemple, l'excédent commercial de la Chine comme celui de l'ensemble Russie + OPEP était de l'ordre

14 - La liquidité incontrôlable

de 500 milliards de dollars), dont une partie substantielle venait du déficit extérieur des États-Unis (- 750 milliards de dollars à fin juin 2008). En régime de taux de change* parfaitement flexibles, autrement dit en l'absence de toute intervention de change des banques centrales, cette situation se serait traduite par une forte appréciation des devises de ces pays par rapport au dollar, puisque c'est normalement par le libre mouvement des monnaies ou des flux de capitaux que se rééquilibrent les balances commerciales. Mais tel ne fut pas le cas, notamment en ce qui concerne la Chine. Le fait que l'empire du Milieu soit devenu membre de l'Organisation mondiale du commerce (OMC) sans qu'en contrepartie, il lui ait été demandé de pratiquer la liberté des changes trouve sans doute ici un développement dont on n'avait pas forcément mesuré l'ampleur et les implications (voir encadré).

CHANGES FLEXIBLES ET INTERVENTIONS DE CHANGE

Prenons le cas des États-Unis. La balance des paiements des États-Unis s'écrit :

$$\begin{aligned} & \Delta \text{ réserves de change des États-Unis} \\ & = \text{balance courante des États-Unis} \\ & + \text{flux de capitaux privés vers les États-Unis} \\ & + \text{achats d'actifs en dollars pour les banques centrales} \\ & (= \text{hausse des réserves de change en dollars des banques centrales}). \end{aligned}$$

En changes purement flexibles, les banques centrales n'interviennent pas ; on doit donc avoir :

$$\begin{aligned} & \text{flux de capitaux privés vers les États-Unis} \\ & = \text{déficit extérieur (courant) des États-Unis.} \end{aligned}$$

Les interventions de change (= pertes de réserves de change* en devises par la Réserve fédérale, achats de titres en dollars par les autres banques centrales) soutiennent le taux de change* du dollar. L'excédent commercial chinois, notamment vis-à-vis des États-Unis,

s'est en effet trouvé artificiellement gonflé en raison du lien renminbi/dollar (à la fin du premier semestre 2008, il excédait les 200 milliards de dollars) et s'est déversé sans retenue dans les réserves de la banque centrale chinoise qui ont prospéré à toute vitesse, passant d'une croissance annuelle de quelque 50 milliards de dollars en 2003 à 450 milliards en 2007. Neuf fois plus ! Or, avec cette manne, la banque centrale chinoise a tout simplement acheté des obligations d'État... américaines.

Le mécanisme vaut aussi pour les pays exportateurs de matières premières. En contrepartie de la vente des richesses de leurs sous-sols, pays arabes, Russie et autres Venezuela reçoivent en paiement des dollars qu'ils s'empressent d'accumuler dans leurs réserves de change*, donc de replacer sur les marchés financiers (le « recyclage* » des pétrodollars a fait une entrée remarquée sur la scène internationale avec les chocs pétroliers des années 1970). En quatre ans, la progression des réserves de change* des banques centrales des pays pétroliers est passée elle aussi d'un rythme annuel de 20 milliards de dollars à plus de 250 milliards en 2007.

Pour limiter l'appréciation de leur monnaie, très significative depuis la fin 2002 (hors la parité yuan/dollar, la monnaie chinoise ayant été arrimée au dollar jusqu'au 21 juillet 2005²), afin de préserver leur compétitivité et leur capacité à exporter, les pays émergents doivent acheter des actifs en dollars, autrement dit accumuler les réserves de change*. Ceci est typiquement le cas de la Chine qui ne peut prendre le risque de voir sa croissance handicapée par une appréciation intempestive du renminbi par rapport au billet vert. Mais la question est sensible également pour les trois autres mousquetaires des BRIC, le Brésil, la Russie et l'Inde, soucieux eux aussi de ne pas trop laisser s'apprécier leur devise (plus que jamais

(2) Date à laquelle Pékin a assoupli l'arrimage du renminbi au dollar. À cette date, le dollar achetait 8,27 yuans. Depuis la fin de 2008, il évolue autour de 6,83 yuans.

aujourd'hui au moment où leurs exportations pâtissent du ralentissement économique mondial).

Certains pays émergents, notamment la Russie ou les pays d'Amérique latine, échaudés par les crises de la fin des années 1990, ont aussi tendance à accumuler des réserves pour décourager les attaques spéculatives visant à « jouer » la dépréciation de leur monnaie. De ce point de vue, cette politique n'a d'ailleurs servi à rien, puisqu'elle ne les a pas vraiment prémunis contre les crises de change. Mais le fait est là : après une courte pause et les fortes sorties de capitaux observées depuis certains pays émergents à la fin de 2008, l'accumulation des réserves a repris de plus belle avec la fin du rapatriement des flux de capitaux des pays émergents vers les États-Unis. La Chine, par exemple, a engrangé 30 milliards de dollars pour le seul mois de mai 2009, afin de maintenir la stabilité de sa monnaie par rapport au dollar. Parallèlement, les pays développés, États-Unis en tête, ont mis en œuvre, à partir de l'automne 2008, des politiques monétaires extraordinairement expansionnistes* afin de tenter de juguler les effets ravageurs de la crise financière.

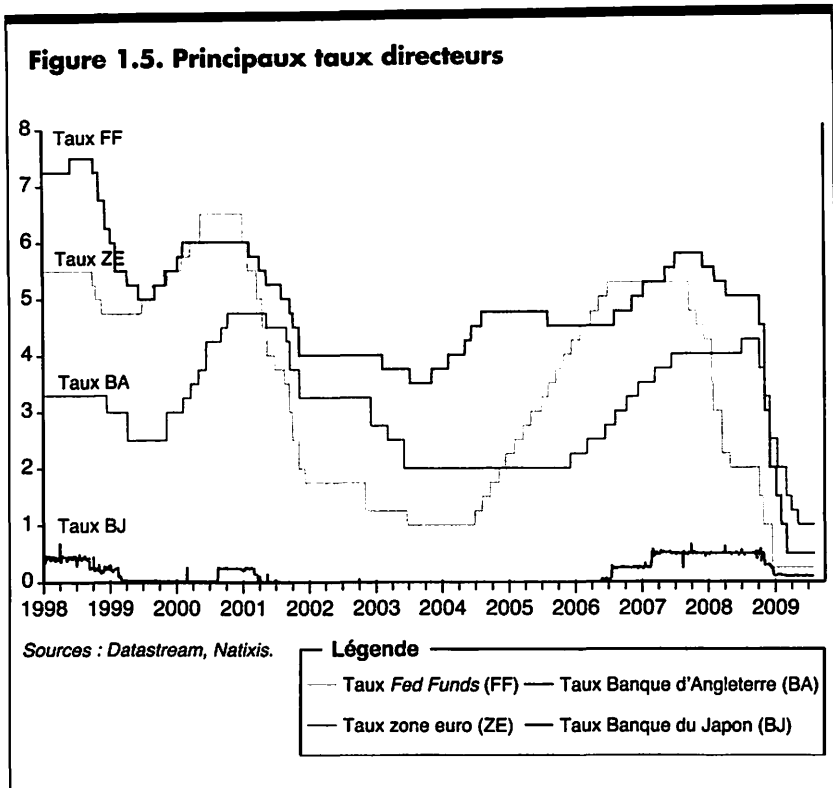
Quand les banques centrales font feu de tout bois pour sauver la croissance

Les banques centrales des grands pays de l'OCDE avaient déjà pris l'habitude, on l'a dit, de mener des politiques monétaires accommodantes* dans les phases de croissance, même lorsque la situation économique ne l'exigeait pas et que le crédit et les prix d'actifs* augmentaient très rapidement. Avec la crise financière, elles ont même mis en place des politiques monétaires exceptionnellement expansionnistes* pour soutenir les banques, tenter de faire repartir le crédit, éviter l'effondrement des prix d'actifs* et l'installation d'une spirale déflationniste toujours dangereuse. En cela, elles ont agi comme une banque centrale agit toujours en pareilles circonstances : elles ont augmenté considérablement la liquidité en circulation.

C'est ce que la Banque du Japon avait tardé à faire, avant de finalement s'y résoudre avec la crise bancaire japonaise de la fin des années 1990. C'est ce que la Réserve fédérale a également décidé à plusieurs reprises avec la crise immobilière du début des années 1990, puis des nouvelles technologies (2001 à 2003) et à nouveau – on l'a vu – avec la crise de 2008, tout comme d'ailleurs la Banque centrale européenne (BCE) ou la Banque d'Angleterre. Cette fois, pour lutter contre la crise la plus dangereuse depuis 1929, les autorités monétaires de la planète ont sorti l'artillerie lourde et pris des mesures d'une nature et d'une ampleur tout à fait inédites. Dès l'été 2007 et les premières secousses, elles ont d'abord puisé dans l'arsenal des moyens d'intervention traditionnels, avant de passer à un dispositif encore nettement plus offensif.

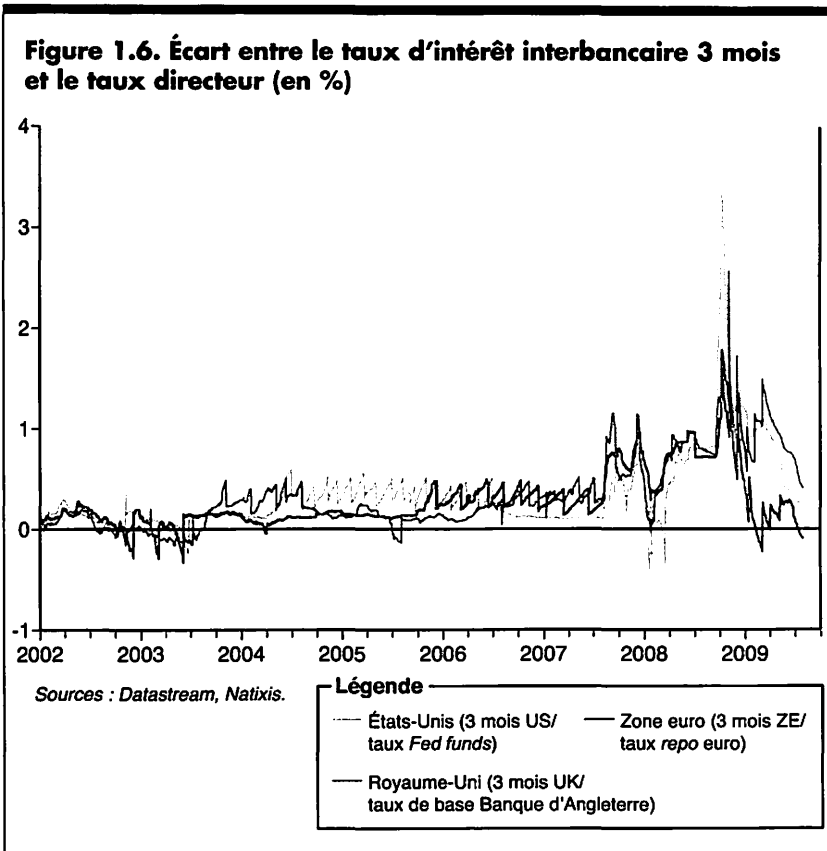
Dans le registre du traditionnel, les banquiers centraux ont très vite dégainé l'arme des taux d'intérêt, afin de limiter les effets de la crise financière sur la croissance. La Fed a amorcé, dès le début de la crise, une longue phase de décélération de son principal taux directeur*, passé de 5,25 % au début de l'été 2007 à une fourchette de 0 % à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008, soit une baisse de 500 points de base en moins de dix-huit mois. Quant à la BCE, qui avait augmenté régulièrement le sien jusqu'à l'été 2007, elle a tenu le palier des 4 % jusqu'à la mi-2008, avec même une dernière augmentation à 4,25 % le 3 juillet 2008, avant d'amorcer à son tour une série de baisses après que la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 ait menacé d'emporter l'ensemble du système bancaire. Entre octobre 2008 et mai 2009, l'équipe de Francfort a ainsi décidé sept baisses successives pour installer finalement son principal taux directeur* à l'étiage de 1 % le 7 mai 2009. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont bien entendu emprunté le même chemin (voir figure 1.5).

Les autorités monétaires sont également intervenues massivement dès l'été 2007 pour injecter des liquidités sur le marché



interbancaire*, principale source de refinancement des banques, dès qu'elles ont constaté que, miné par une grave crise de confiance, celui-ci était menacé d'asphyxie. Par temps calme, les taux interbancaires à trois mois ne dépassent pas de plus de 20 points de base le taux directeur* de la banque centrale considéré comme sans risque (cela signifie que, pour un taux directeur* de 3 % dans la zone euro, le taux Euribor trois mois devrait « normalement » être égal ou inférieur à 3,20 %). Mais, à partir d'août 2007, ce *spread**, autrement dit ce différentiel (cet écart) de taux, n'a cessé de s'élargir, pour déboucher sur une véritable poussée de fièvre au second semestre 2008, signe évident que la crise financière alimentait un climat de méfiance entre les banques. Plus la crise prenait de l'ampleur, plus les unes rechignaient à prêter aux autres et réciproquement, ce qui poussait

irrésistiblement les taux d'intérêt à la hausse. Très vite, les autorités monétaires ont donc décidé de jouer pleinement leur rôle de prêteuses en dernier ressort*, en intervenant massivement pour injecter des liquidités dans le système, espérant ainsi réduire les tensions sur le marché monétaire et restaurer la confiance. Elles l'ont fait par divers canaux : allongement de la durée des *repos** (BCE), allongement de la liste des actifs pris en collatéral* (BCE et surtout Fed), passage à des *repos** à taux fixes (BCE), utilisation de la *discount window**... Progressivement, les taux d'intérêt sur les titres publics à court terme* comme sur les taux interbancaires à court terme, après le rétablissement de la liquidité sur le marché interbancaire*, ont effectivement été ramenés à des niveaux très bas (voir figure 1.6).

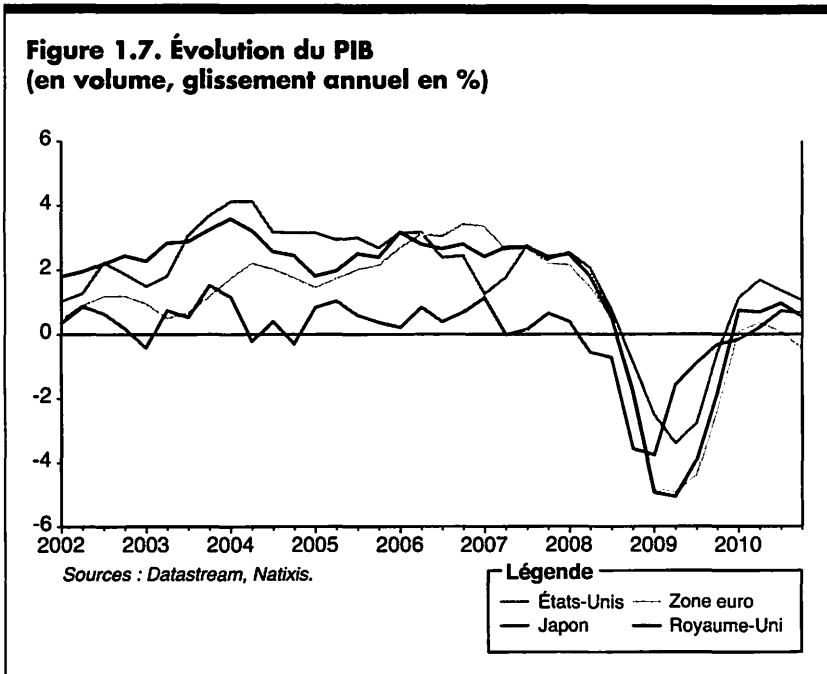


Ces différentes mesures de politiques monétaires ont été efficaces pour restaurer la liquidité sur les marchés interbancaires* et assouplir les conditions de crédit, mais elles n'ont pas pour autant fait redémarrer la machine économique. Un grand classique chaque fois que l'on se trouve confronté à une conjoncture où les emprunteurs veulent à tout prix se désendetter. Or, c'est bien ce que montraient les enquêtes réalisées par les banques centrales à la fin de 2008 et au début de 2009. « On ne fait pas boire un âne qui n'a pas soif » dit le proverbe populaire. On pourrait ajouter que les banquiers ne se sont pas toujours pressés de rouvrir en grand le robinet du crédit. La baisse des taux d'intérêt et les injections de liquidités* ont donc en définitive surtout favorisé la restauration des marges bancaires ainsi que l'accumulation de réserves de liquidités dans leurs bilans. C'est ainsi qu'en zone euro, par exemple, la marge sur les crédits immobiliers à dix ans est passée de quelque 0,60 % en moyenne à la mi-2008 à 1,25 % au deuxième trimestre 2009, tandis que les réserves des banques de la zone auprès de la BCE atteignaient 220 milliards d'euros. Un record.

Lorsque les banques accumulent les réserves, tandis que les investisseurs institutionnels comme les ménages privilégient soit les actifs sans risque, soit les liquidités, l'économie n'est pas loin de tomber dans le piège de la « trappe à liquidité* ». Formule sibylline pour exprimer le fait que, si les taux d'intérêt sont très bas, *a fortiori* si le taux nominal* flirte avec le zéro, les agents économiques sont incités à préférer détenir de la monnaie plutôt que des titres, puisque, dans une telle situation, ils anticipent que les taux d'intérêt ne peuvent qu'augmenter (et donc que le prix des obligations ne peut que baisser, en raison de la relation inverse qui unit ces derniers aux taux d'intérêt : lorsque le taux d'intérêt monte, le prix d'une obligation baisse et inversement). Dès lors, il y a de fortes chances pour que toute injection de monnaie supplémentaire soit thésaurisée, que l'excès d'épargne ne soit pas résorbé et que l'économie s'enlise dans la récession. Les perfusions de liquidités, qui ont permis dans un

premier temps de rétablir le fonctionnement normal du marché interbancaire*, finissent par avoir pour seul effet d'accroître inutilement la liquidité bancaire, tout en laissant entière la question du coût élevé du financement à long terme des banques, donc de celui des crédits à moyen et long termes pour l'ensemble des agents économiques. Cette situation de « préférence pour la liquidité » est de nature à bloquer le redémarrage du crédit ou des achats d'actifs risqués. Qu'est-ce qu'une déflation* en définitive, sinon une forte préférence collective pour la liquidité ?

Ceci explique pourquoi, à partir du coup de tabac de l'automne 2008, toute l'attention des banquiers centraux s'est concentrée sur la question du refinancement à long terme des banques et du financement à long terme en général. Dans une situation de fort recul de l'activité (voir figure 1.7), il peut paraître judicieux d'associer une politique budgétaire très expansionniste et une politique de



contrôle des taux d'intérêt à long terme* par la banque centrale, afin de stimuler la relance en évitant que le laxisme budgétaire ne débouche sur une envolée des taux d'intérêt à long terme*. L'aplatissement* de la courbe des taux* apparaît en effet à ce moment-là comme un moyen de rendre la politique monétaire plus accommodante*, dès lors que les outils traditionnels ont déjà été utilisés. Cet objectif est tout à fait explicite aux États-Unis, au Royaume-Uni et au Japon, trois pays dont les banques centrales achètent désormais des titres publics à long terme. Il est moins clair dans la zone euro, même si l'engagement de la BCE de renouveler des *repos** portant (entre autres) sur des obligations à long terme a aussi pour effet de mieux maîtriser les taux d'intérêt à long terme*. Que peut faire en effet une banque centrale lorsque les taux d'intérêt ont été ramenés à un niveau proche de zéro (le « *zero bound* » en langage d'experts) et qu'en définitive, les mesures classiques susceptibles de fluidifier le canal du crédit touchent leurs limites ?

Les banques centrales endossent leur costume d'« acheteuses en dernier ressort »

La première option consiste à passer d'un objectif de taux d'intérêt à un objectif de base monétaire* (*quantitative easing**), autrement dit à augmenter la base monétaire* en laissant grossir le bilan des banques centrales. Les Japonais, qui ont à peu près tout essayé en matière de politique monétaire au cours de la décennie 1990, y avaient eu recours massivement. Les banques centrales occidentales ont fait de même au cours de cette crise : elles n'ont cessé d'élargir leurs champs d'action avec des achats (Réserve fédérale, Banque d'Angleterre) ou des prises en pension* d'actifs de toutes sortes (BCE), qu'ils soient publics et bientôt privés, endossant cette fois leur costume d'« acheteuses en dernier ressort* ». Elles ont accéléré le mouvement à partir de l'automne 2008 et de l'électrochoc de la faillite de Lehman Brothers, afin d'accroître fortement la liquidité des banques pour éviter que celles-ci puissent être exposées au

risque de cessation de paiements, tout en les incitant à accroître l'offre de crédit.

Cette politique plus ou moins ciblée d'achats d'actifs de toutes sortes prend des couleurs nuancées en fonction des choix privilégiés par les autorités monétaires. Elle est qualifiée de « conventionnelle* » (achats aux banques) et de « non conventionnelle » (achats directs sur le marché). Elle peut opérer dans ce que l'on appelle le « canal du crédit » si ces achats, qu'ils soient conventionnels ou non, portent sur des instruments de refinancement des banques, ou injecter directement des liquidités dans les bilans des non-banques (entreprises ou fonds d'investissement, par exemple) pour faciliter leur financement. Dans ce dernier cas, la politique monétaire délaisse alors son canal de transmission traditionnel (le système bancaire) pour intervenir directement sur le financement des entreprises ou des fonds d'investissement. Un cocktail qui se concocte notamment en fonction de la nature du financement de l'économie.

Les économies américaine et britannique sont plutôt ce que nous appellerons des « économies de marchés financiers », quand l'économie européenne (zone euro) est plutôt une « économie bancaire » : les entreprises anglo-saxonnes se financent en effet davantage sur les marchés financiers, où la taille des marchés d'actifs privés est sensiblement plus importante, tandis que les firmes européennes restent largement tributaires du canal du crédit pour leur financement. De même, aux États-Unis comme au Royaume-Uni, le comportement des agents économiques dépend davantage du prix des actifs* (autrement dit de l'effet richesse*) qu'en zone euro. Enfin, la titrisation* occupe une place beaucoup plus importante dans le refinancement des banques américaines qu'européennes. Dans une économie de marchés financiers, il est donc souhaitable que la politique monétaire agisse surtout sur le prix des actifs* et assure la liquidité des marchés financiers, afin que les entreprises puissent se financer librement. Dans une économie de crédit bancaire, elle doit surtout

veiller au coût de la ressource des banques, donc au coût du crédit, afin d'en influencer la demande.

C'est donc tout à fait logiquement que les autorités monétaires américaines et, dans une moindre mesure, britanniques ont mis en place en 2009 un programme d'achat massif d'actifs, tandis que la BCE exprimait à plusieurs reprises sa réticence à procéder à de tels achats et se contentait d'acquérir sans précipitation 60 milliards d'euros de *covered bonds**, ce qui explique le grand écart de croissance des bases monétaires* aux États-Unis et en zone euro. Le bilan de la banque centrale américaine est désormais rempli à la fois des actifs achetés aux banques par les procédures traditionnelles (*treasuries*) et des actifs achetés aux entreprises et aux fonds d'investissement (*asset-backed commercial papers**, *commercial papers**). C'est ainsi, par exemple, que son encours de *commercial papers* est passé de 40 milliards de dollars à fin mai 2008 à 316 milliards à fin janvier 2009 (voir encadré).

LES ACHATS D'ACTIFS PAR LES BANQUES CENTRALES

Réserve fédérale :

- programme d'achat d'obligations des agences et des *residential mortgage-backed securities** (RMBS) ;
- achat de 1 250 milliards de dollars de RMBS d'agences ;
- achat de 200 milliards de dollars de titres d'agences ;
- achat de 300 milliards de dollars de titres du Trésor ;
- programme de financement des *asset-backed securities** (ABS ; prêts étudiants, prêts auto, cartes de crédit) jusqu'à 1 000 milliards de dollars.

Banque d'Angleterre : extension du programme « *Asset Purchase Facility* » (APF ou, en français, facilités d'achat d'actifs), qui autorise la Banque d'Angleterre à acheter au maximum pour 150 milliards de livres sterling de titres, dont 50 milliards du secteur privé (*commercial papers**, obligations d'entreprises, etc.) ainsi que des *gilts* (obligations du Trésor britannique) émis sur le segment 5-25 ans.

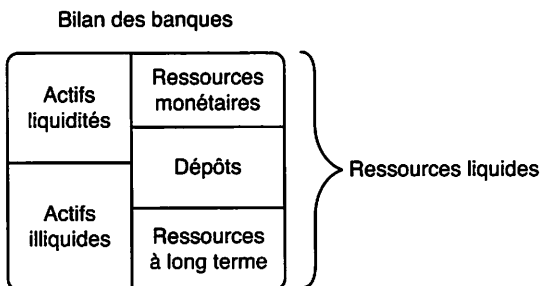
Banque centrale européenne : programme d'achat de *covered bonds** portant sur un montant de 60 milliards d'euros.

Dans tous les cas, les banques centrales ont récupéré à leur bilan des titres publics (émis pour financer les interventions de l'État en faveur des banques et des agents économiques non bancaires) et des actifs privés (qu'elles achètent soit aux banques, améliorant ainsi la structure des bilans bancaires, soit directement au secteur privé, se substituant alors aux banques pour financer l'économie). Dans la régulation contemporaine des économies par les crises financières, les banques centrales sont amenées à adopter un comportement de prêteuses*, mais aussi d'acheteuses en dernier ressort* (voir figure 1.8). Mais la différence d'approche sur ce que doit être une politique monétaire de combat de chaque côté de l'Atlantique s'explique bien par la nature du financement des économies : la Réserve fédérale veut avant tout rétablir la liquidité sur les marchés d'actifs et permettre le redémarrage de la titrisation* ; la BCE affiche des objectifs plus modestes visant simplement à réduire le coût du financement des banques. Cette politique d'achat d'actifs par les banques centrales a eu des résultats visibles : réduction, au moins pour un temps, des taux d'intérêt sur les obligations d'État et sur les crédits immobiliers aux États-Unis, resserrement des *spreads** sur les *covered bonds** en zone euro.

PRÊTEUR ET ACHETEUR EN DERNIER RESSORT...

Les banques sont structurellement menacées d'une crise de liquidité*, puisqu'elles utilisent des ressources liquides (à court terme) pour financer des actifs illiquides (prêts à long terme, détention de capital...).

Figure 1.8. Prêteur et acheteur en dernier ressort



Pour éviter les crises de liquidité* bancaire, diverses mesures ont été prises :

- **l'assurance des dépôts** : les déposants sont remboursés en cas de faillite, ce qui évite les paniques bancaires qu'on appelle les « runs » (les courses aux dépôts bancaires) ;
- **le rôle de la banque centrale comme prêteuse en dernier ressort*** : en cas de besoin, la banque centrale prête aux banques en prenant en garantie des actifs illiquides que celles-ci ont en portefeuille ;
- la crise actuelle a fait aussi émerger un rôle nouveau pour les banques centrales, celui d'**acheteuses en dernier ressort*** : en cas de crise, certains marchés d'actifs deviennent totalement illiquides et les prix de ces actifs anormalement faibles. On l'a vu notamment dans la crise récente pour les ABS* ou les *pools* de crédits hypothécaires*. En achetant ces actifs à des prix raisonnables, les banques centrales restaurent un marché efficace et protègent les banques de pertes anormales.

Quand la politique de « *money rain* » inonde la planète de liquidités

À crise exceptionnelle, mesures exceptionnelles. Les banques centrales ont globalement mobilisé des moyens inédits par leur nature et par leur ampleur pour tenter de stopper la spirale infernale de la récession-déflation. En l'espace de quelques mois, de septembre 2008 à mars 2009, la Fed a ainsi gavé son bilan de papiers de toutes sortes pour un montant total qui est passé de 940 milliards de dollars environ début septembre 2008 à un pic de 2 300 milliards à la fin de 2008, avant de redescendre à un peu moins de 2 100 milliards de dollars à l'été 2009. En attendant mieux... Une politique qualifiée de *money rain* (littéralement « pluie de monnaie ») où la liquidité coule à flots. La Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont emprunté le même chemin. Cette stratégie était justifiée aux yeux des autorités monétaires par la violence et la profondeur de la crise financière. On a beaucoup comparé, parfois à tort, parfois à raison, la crise actuelle avec celle de 1929, mais il est incontestable qu'une des leçons tirées des années 1930, comme d'ailleurs de la déflation*

japonaise des années 1990, par les autorités politiques et monétaires fut sur la nécessité d'agir massivement et rapidement, afin de ne pas laisser le système bancaire aller dans le mur et de soutenir autant que possible l'activité pour éviter que la crise ne dégénère en déflation*.

Il n'y a pas techniquement de limite à l'augmentation du bilan d'une banque centrale. En revanche, il y a une limite en termes de crédibilité* de la politique monétaire, car l'injection massive de liquidités* peut finir par provoquer un mouvement de défiance à l'égard de la monnaie. Par ailleurs, la mise en place de telles politiques, qu'elles soient conventionnelles* ou pas, provoque des effets pervers (voir chapitre 2). Mais avant d'approfondir la question des risques et autres distorsions associés aux politiques monétaires contemporaines, il faut commencer par poser une question toute simple : celles-ci sont-elles aussi efficaces qu'on pouvait l'espérer, autrement dit sont-elles vraiment capables de faire repartir l'économie mondiale ?

Jusqu'à preuve du contraire, l'efficacité des politiques monétaires très expansionnistes* qui ont été mises en place depuis 2008 reste modeste, notamment dans les économies intermédiées*. C'est une demi-surprise dans la mesure où la politique monétaire a la réputation d'être plus efficace sur les économies liées au crédit bancaire (par le canal du crédit) que sur les économies surtout financées par l'intermédiaire des marchés financiers (nécessairement une politique non conventionnelle* jouant sur le prix des actifs*). Or, dans cette crise, on a observé que le recul de l'activité était plus net en zone euro qu'au Royaume-Uni et *a fortiori* qu'aux États-Unis et que la politique monétaire n'y était pas plus efficace. On peut risquer l'hypothèse que ceci est dû à la nature particulière de la crise actuelle : une crise bancaire assortie d'une volonté de désendettement des agents économiques. Si les agents économiques privés sont obsédés par le désendettement, il est impossible de faire repartir la demande de crédit, même si les taux d'intérêt sont très faibles, si la

situation des banques revient à la normale et si la liquidité croît très rapidement. Le « canal du crédit » est impuissant à faire redémarrer l'activité. La liquidité est simplement stockée par les banques (le montant des réserves des banques commerciales américaines est ainsi passé de moins de 100 milliards de dollars à la veille de l'été 2008 à quelque 800 milliards de dollars un an plus tard), avec le risque qu'elle soit utilisée à d'autres usages que la distribution du crédit. Les politiques monétaires très expansionnistes* ne sont donc pas forcément très efficaces. Elles ne sont pas non plus sans risque.

La création de liquidité est repartie de plus belle à partir de mai 2009, puisqu'après une phase d'arrêt de l'accumulation des réserves de change* entre l'été 2008 et le printemps 2009, du fait d'une forte aversion des investisseurs pour le risque qui les a conduits à rapatrier leurs capitaux depuis les pays émergents, la croissance de la liquidité a repris son cours, dopée par la présence simultanée d'une reprise de la croissance dans certains pays émergents et du maintien d'une croissance déprimée dans les pays de l'OCDE. Si cette situation persiste, ce qui est probable, on devrait observer une nouvelle fois simultanément une accumulation des réserves de change* par des pays émergents soucieux de limiter l'appréciation de leur devise (même s'il ne faut pas exclure que, transitoirement, les investisseurs montrent à nouveau de l'aversion pour le risque émergent) et le maintien de politiques monétaires expansionnistes* dans les pays développés. Le rythme de croissance de la liquidité n'est donc pas près de ralentir.

Dès le printemps 2009, au moment où le bilan des banques centrales prenait de l'embonpoint sans limites apparentes, le débat a commencé à enfler sur les risques associés aux politiques monétaires (et budgétaires) débridées. Les autorités monétaires ont rapidement été accusées d'irresponsabilité et bientôt sommées de chercher (et de trouver) au plus vite la « sortie » (*exit strategy**). Sauf à prendre le risque d'une nouvelle catastrophe pire encore peut-être que les

précédentes... Et dans l'esprit de nombreux observateurs et experts, celle-ci ne pourrait prendre que la forme d'un dérapage aussi rapide qu'incontrôlable dans l'inflation, voire dans l'hyperinflation. Lorsque la création monétaire est très rapide, le réflexe consiste en effet à craindre le retour de l'inflation des prix des biens et services – surtout si elle est associée à l'explosion des déficits publics en raison de politiques budgétaires elles aussi très expansionnistes, comme c'est le cas aujourd'hui. Il nous paraît toutefois impossible que l'inflation fondamentale (sous-jacente*) revienne rapidement dans les grands pays de l'OCDE. Dans un deuxième chapitre, nous allons essayer d'expliquer pourquoi. Nous essaierons aussi d'identifier les risques associés à l'« hyperliquidité », car l'inflation n'est pas le seul risque auquel nous exposent les politiques monétaires contemporaines, loin s'en faut.

Hyperliquidité contemporaine : fausses peurs et vrais dangers

Le débat s'est imposé subrepticement dans les *think tanks* comme dans les colonnes des quotidiens financiers, notamment américains, dès que les premiers signaux faibles indiquant une amélioration de la situation économique et financière se sont manifestés ici ou là sur la planète, c'est-à-dire dès le début du printemps 2009 : alors que l'on commençait tout juste à évoquer les perspectives d'une sortie de crise à l'horizon 2010, certains experts à l'odorat particulièrement sensible sentaient déjà flotter dans l'air comme un parfum d'inflation. Les plus alarmistes ont même commencé à crier au loup en agitant le spectre du retour de l'hyperinflation à plus ou moins brève échéance. Un changement de climat qui s'est traduit au tout début de l'été par une augmentation de la volatilité* sur le marché des *swaps** de taux d'intérêt, preuve de l'inquiétude des investisseurs quant à l'évolution des taux d'intérêt à long

terme*. Dans le collimateur, le caractère excessivement inflationniste des politiques monétaires et budgétaires mises en œuvre dans les grands pays développés pour lutter contre la crise et, en mineur, les craintes associées à une nouvelle poussée de fièvre sur les prix de certaines matières premières.

La controverse sur les priorités de la politique économique – faut-il lutter vigoureusement contre la déflation* ou (déjà) contre le retour de l'inflation ? – avait quelque chose de surréaliste au moment où la plupart des pays développés étaient pris dans les filets d'une récession-déflation en pente douce et que la crainte de voir cette situation s'installer durablement n'était pas encore tout à fait dissipée. Même si on peut penser que les prévisions de « décroissance » du Fonds monétaire international (FMI) pour 2009 (– 2,7 % pour les États-Unis, – 4,2 % en zone euro, – 5,4 % au Japon, – 2,4 % pour la France¹) sont « plombées » par l'effet de base d'un très mauvais premier trimestre, ses prévisions 2010 sont loin d'être éblouissantes (+ 1,5 % pour les États-Unis, + 0,3 % pour la zone euro, + 1,7 % pour le Japon, + 0,9 % pour la France), avec la poursuite annoncée de la hausse des défaillances d'entreprise en raison de la dégradation de leur situation financière, notamment en Europe, et de l'augmentation du chômage. Dans un tel scénario, l'inflation n'est pas encore au coin de la rue. C'est le moins que l'on puisse dire. Au début de l'été, la dérive mondiale des prix était tombée aux alentours de 1 %. Du jamais vu depuis 1945. Et dans une bonne quinzaine de pays représentant quelque 60 % du PIB mondial, l'évolution des prix sur un an était même négative. Le FMI ne la voit pas dépasser + 1,3 % en 2010 dans les pays avancés, + 5,1 % dans les pays émergents et en développement².

La controverse semble surréaliste, mais est-elle pour autant pertinente ? Autrement dit, les prophètes d'un retour dévastateur de l'inflation provoqué par le laxisme des politiques monétaires et

(1) *Perspectives pour l'économie mondiale*, octobre 2009.

(2) *Ibid.*

budgetaires (un grand classique des sorties de crise) ont-ils raison de voir là le principal danger qui menace l'économie mondiale dans les années qui viennent ? Nous allons essayer de comprendre ce qui fonde leur conviction avant d'expliquer pourquoi nous ne la partageons pas.

D'abord, peut-on écarter d'un revers de main la piste de la déflation* ? Même si le « scénario japonais » ne paraît pas le plus probable, il est impossible d'ignorer totalement l'hypothèse de l'installation d'un « équilibre » déflationniste* où la croissance de l'offre de monnaie serait compensée par une hausse de la demande de monnaie (en termes réels), c'est-à-dire par une situation de forte préférence pour la liquidité. C'est ce qu'ont vécu les Japonais de 1997 à 2005 et même au-delà. Les autorités monétaires nipponnes ont certes tardé à réagir après l'explosion de la bulle* financière et immobilière du début des années 1990 (voir encadré), mais ensuite elles ont tout tenté pour extirper l'économie japonaise du piège déflationniste : baisse des taux d'intérêt dans un premier temps jusqu'à 0,5 % puis jusqu'à 0 %, *quantitative easing** (reprises ou garanties par les banques centrales des actifs douteux des banques, achats d'obligations d'entreprises...), mesures non conventionnelles... Pour autant, il ne s'est rien passé. La préférence des agents économiques (banques, particuliers) pour la liquidité est restée très forte. Dans ce type d'équilibre, il n'y a pas d'inflation, il n'y a pas non plus de bulles* sur prix d'actifs*, pas de redémarrage du crédit, pas de reprise de l'économie... La croissance reste durablement faible et le chômage augmente. Sur la décennie 1991-2001, la croissance annuelle moyenne de l'économie japonaise n'a pas dépassé les 1,2 % et le chômage a progressé lentement mais sûrement, accompagné d'un processus de précarisation de l'emploi d'une ampleur jusqu'alors inconnue dans l'Archipel.

Les grandes économies développées, on l'a dit, n'en sont pas là aujourd'hui. Certes, les prix ont baissé en France en mai (- 0,3 % par rapport à mai 2008), puis en juin 2009 (- 0,5 % sur un an) pour la

DÉFLATION : LA LEÇON JAPONAISE

La stratégie des autorités monétaires et en particulier de la Fed, face à la crise financière actuelle, illustre les leçons tirées de l'expérience japonaise. Avant même son arrivée à la tête de la Réserve fédérale, Ben Bernanke avait analysé en profondeur l'impuissance de la banque centrale à lutter contre une déflation* monétaire et financière qui allait anéantir la croissance de l'Archipel entre 1991 et 2003^a, en raison des erreurs commises dans la gestion de la crise. Erreurs qui peuvent se résumer en deux mots : le refus de reconnaître la gravité de la crise, notamment bancaire, et la paralysie des autorités politiques et monétaires, incapables de se donner les moyens d'intervenir massivement.

Alors que la bulle* boursière éclatait en décembre 1989 et que le Nikkei perdait 40 % de sa valeur en un an, la Banque du Japon a continué à resserrer le crédit, augmentant encore son taux directeur* de près de 2 points au cours des douze mois suivants. De la même manière, Tokyo préféra tenter de soutenir la machine par une succession de

relances budgétaires stériles (dix en tout sur onze années de crise), mais fermer les yeux sur la gravité de la situation du système bancaire, « plombé » par des décennies de pratiques financières et comptables douteuses, avant de se résoudre à mettre en place, à partir de mars 1999, un plan de stabilisation bancaire, tandis que la Banque du Japon s'engageait enfin dans une politique de taux zéro puis, en septembre 2001, dans la mise en œuvre d'une politique monétaire plus offensive de *quantitative easing**.

On connaît le résultat de ces attermoissements successifs : une croissance annuelle moyenne de 1,2 % sur les années 1991-2001, un coût social très élevé (en 2001, environ 25 % des salariés ont un statut précaire contre 12 % en 1990) et un écart qui se creuse dangereusement depuis 1997 avec les autres pays de l'OCDE.

(a) « Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis? », in *Japan's Financial Crisis and Its Parallels to US Experience*, Princeton University, décembre 1999.

première fois depuis 1957. Mais cette désinflation doit beaucoup à l'évolution des prix du baril de pétrole (en mai 2009, les prix des produits pétroliers affichaient un recul de 26 % sur un an). En revanche, l'inflation sous-jacente* (ou *core inflation**), c'est-à-dire la hausse des

prix hors énergie et produits alimentaires, ralentit mais reste positive (+ 1,6 % en mai 2009 en rythme annuel). De plus, l'inflation devrait globalement être stable sur l'ensemble de 2009 par rapport à 2008. Dans les grands pays industrialisés, la photographie est grosso modo la même, avec des nuances : l'inflation devrait être négative aux États-Unis (- 0,7 %) et en Espagne (- 0,3 %), mais légèrement positive au Japon (+ 0,2 %), en Allemagne (+ 0,3 %) et plus franchement au Royaume-Uni (+ 2 %)³. Rien de catastrophique donc. Jusque-là, une récession mondiale (- 2,4 % pour la croissance et + 1,2 % pour les prix à la consommation en 2009⁴) qui, sauf accident majeur, devrait laisser progressivement la place à une croissance modérée en 2010 (+ 1,6 % de croissance et + 2 % d'inflation⁵). La situation économique actuelle est tout de même plutôt de type déflationniste, puisqu'elle se caractérise par une très forte préférence pour la liquidité (des banquiers, des investisseurs, des ménages). Pour autant, le grand retour de l'inflation n'est-il qu'une question de temps, compte tenu de l'ampleur des dettes publiques et privées accumulées et de la montagne de liquidités injectées dans le système par les banques centrales ? Et ceux qui ont déjà commencé à crier au loup en agitant le spectre de l'inflation, voire de l'hyperinflation, à plus ou moins brève échéance, ont-ils raison ?

La globalisation reste un agent de désinflation efficace

Il y a deux manières d'aborder cette réflexion. La première prend comme point de départ la théorie quantitative de la monnaie. Depuis longtemps, on sait que lorsqu'il y a trop de monnaie en circulation et que cette monnaie veut acheter trop de biens et services, les prix se mettent à augmenter. En bout de course, l'excédent monétaire par rapport aux besoins de la production doit *forcément* se déverser

(3) Prévisions Natixis, septembre 2009.

(4) *Ibid.*

(5) *Ibid.*

sur les prix. Or, depuis le début de la crise et surtout depuis l'automne 2008, les banques centrales ont effectivement créé énormément de monnaie banque centrale*. La taille du bilan de la Réserve fédérale comme de la Banque d'Angleterre a plus que doublé (voir chapitre 1), celle du bilan de la BCE augmenté de moitié. Du jamais vu en dehors des épisodes d'hyperinflation. Et ce n'est pas fini. Les déclarations successives des grands banquiers centraux (maintien des taux d'intérêt très bas et des politiques d'achat d'actifs...) laissent prévoir la poursuite de l'expansion monétaire dans les mois à venir. Ainsi, estimant qu'il demeurerait un risque que « *la stabilisation récente de la consommation ne se révèle éphémère* », le président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, a indiqué le 21 juillet 2009 devant le Congrès américain qu'« *une politique monétaire très souple [serait] nécessaire pendant un long moment* », tout en dévoilant pour la première fois les outils de politique monétaire qu'il entend utiliser le moment venu pour faire maigrir son bilan (plus de 2 100 milliards de dollars début juillet 2009 ; voir chapitre 5). Quant à la Banque d'Angleterre, elle a annoncé début août une extension de son programme d'achat d'actifs qui est passé de 50 à 175 milliards de livres pour stimuler l'économie, d'où la conviction des tenants de l'approche monétariste traditionnelle : lorsque les liquidités qui somnolent encore dans les réserves des banques (800 milliards de dollars à fin juin 2009) viendront nourrir une nouvelle expansion du crédit, l'inflation se rappellera violemment à notre bon souvenir.

La seconde manière de réfléchir à la question du retour de l'inflation est de prendre en compte deux éléments spécifiques à la situation actuelle de l'économie mondiale : le surendettement public et privé et, plus encore, le fait que nous évoluons désormais dans une économie globalisée. Deux conditions doivent en effet être remplies pour que l'expansion monétaire excessive débouche sur une forte poussée inflationniste : elle doit stimuler la demande de biens et services *via* l'augmentation du crédit et cette hausse de la demande

doit venir buter à un moment donné sur une insuffisance des capacités de production, provoquant ainsi la hausse des prix.

Premier élément, le niveau d'endettement des agents économiques. Dans la plupart des pays développés, il est lourd (globalement, l'endettement public et privé représente en 2009 l'équivalent de 190 % du PIB en zone euro, 215 % au Royaume-Uni, 260 % aux États-Unis et près de 290 % au Japon). Tellement lourd qu'en dépit de la croissance de la liquidité mondiale* et du fait que les autorités monétaires font l'impossible pour maîtriser l'ensemble de la courbe des taux*, y compris le coût de l'argent à long terme, le comportement des agents économiques privés, en particulier des ménages, est surdéterminé par l'obsession du désendettement, associée en mineur à la peur du risque. L'endettement des entreprises (en Europe surtout), des ménages et des États (de chaque côté de l'Atlantique) est trop élevé pour que le crédit reparte et pousse les feux de la demande. Partout dans le monde en 2009 et singulièrement dans les grands pays de l'OCDE, c'est la soif de désendettement qui domine. L'injection massive de liquidités* dans les bilans bancaires n'a d'autre effet que de gonfler les réserves de liquidités du système bancaire. Même l'efficacité des politiques de *quantitative easing** et autres actions non conventionnelles* (voir chapitre 1), qui visent notamment à faire baisser le coût de l'argent à long terme par des politiques d'achats d'actifs, reste de ce point de vue limitée.

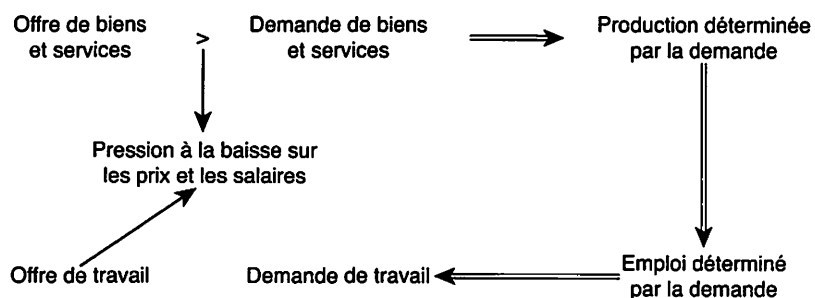
Dans une économie de surendettement, l'humeur individuelle et collective n'est guère à la multiplication des achats à crédit. En outre, on ne peut pas dire que le système bancaire soit particulièrement soucieux de relancer la machine du crédit, plus préoccupé à restaurer ses marges, engranger des réserves, voire réaliser de juteux profits sur les marchés qu'à aider les entreprises à faire redémarrer la machine économique. Le ministre des Finances allemand, Peer Steinbrück, s'en est officiellement ému au début du mois de juillet 2009, tandis que le gouverneur de la Banque centrale européenne, Jean-Claude Trichet,

rappelait « *les banques à leurs responsabilités de prêter aux entreprises et aux ménages à des taux appropriés et dans des volumes suffisants* »... En France, la production de crédit à la consommation a enregistré un recul historique de 15,6 % au premier semestre 2009 : à 19 milliards d'euros, la production de nouveaux crédits à la consommation a accusé sur la période la plus forte baisse depuis que la série statistique existe, selon l'Association des sociétés financières qui collecte et compile ces données. Voilà pourquoi la demande intérieure est faible (à la fin du premier semestre 2009, elle évoluait en glissement annuel sur une tendance de - 3 % en volume en zone euro, - 4,5 % aux États-Unis, - 5 % au Royaume-Uni, - 20 % au Japon), le taux d'utilisation des capacités de production* continue de chuter (à peine 70 % en moyenne dans ces différents pays ou zones) et le chômage s'envole (plus de 10 % aux États-Unis, près de 12 % en zone euro à l'horizon 2010). Cette situation devrait perdurer et, avec elle, une grande modération conjoncturelle dans la dérive des prix.

Second élément spécifique, plus structurel celui-là, à la situation actuelle de l'économie mondiale : sa nature est désormais globale, ce qui signifie que l'équilibre économique de la planète a profondément changé. Les politiques monétaires et budgétaires ont beau être extrêmement expansionnistes*, en situation de sous-emploi massif à la fois des capacités de production et de la force de travail, difficile de croire un instant qu'elles puissent déboucher sur de l'inflation. La globalisation reste structurellement un agent de désinflation durable, compte tenu de l'importance des ressources en main-d'œuvre disponibles et de l'ampleur des investissements réalisés dans les pays émergents. Deux chiffres valent mieux qu'un long discours : le taux d'épargne* (donc, à l'équilibre, le taux d'investissement) de l'économie mondiale est élevé en raison du transfert de revenu qui s'est opéré au cours des dernières années vers des pays à taux d'épargne* très élevés (Asie, pays producteurs de pétrole). Amorcé en 2002, le mouvement est devenu

très net au milieu de la décennie, passant de moins de 23 % en 2000 à 27 % à la fin 2007 et à plus de 25 % actuellement. En Chine, le taux d'épargne* excède les 60 % ! Quant au taux d'emploi* de l'économie-monde, il est en revanche faible – scotché aux alentours de 45 % – en raison du niveau modeste du taux d'emploi* des pays émergents (inférieur à 30 %, y compris en Russie et dans les pays de l'OPEP). L'économie mondiale est donc loin de tourner à pleine utilisation de ses capacités de production. Quant à ses « réservoirs de main-d'œuvre », ils ne seront pas vides demain matin. Dans un tel « équilibre » (excès d'offre de biens et services, excès d'offre de travail), appelé aussi « chômage keynésien* » (voir figure 2.1), il y a à la fois pression à la baisse sur les prix des biens et services et sur les salaires.

Figure 2.1. Chômage keynésien (excès d'offre de biens et de travail)



Lorsqu'il y a épargne forte, accumulation rapide de capacités de production (croissance rapide de l'investissement) et sous-emploi, on se trouve dans un équilibre de sous-emploi global (excès d'offre de biens et services, excès d'offre de travail), dit encore « équilibre de chômage

keynésien* ». Dans une telle situation, il y a pression à la baisse sur les prix des biens et services, puisqu'il y a excès d'offre de biens, et pression à la baisse sur les salaires, étant donné qu'il y a excès d'offre de travail, d'où une faible hausse des salaires réels et des coûts salariaux unitaires.

En ce qui concerne la feuille de paie, les salariés des pays occidentaux en font d'ailleurs l'expérience tous les jours, depuis les navigateurs de British Airways jusqu'aux ouvriers de Chrysler, de FedEx ou de Hewlett Packard aux États-Unis, d'IBM France, Hertz ou Osram en France, pour ne citer que quelques exemples. Le phénomène se propage dans tous les secteurs d'activité et vient s'ajouter à la baisse « naturelle » des revenus variables observée elle aussi dans de nombreux secteurs, à commencer par les business de l'industrie financière affectés par le ralentissement de l'activité (tous les financiers ne travaillent pas chez Goldman Sachs !). Aux États-Unis, une personne active sur quatre serait touchée par une baisse de sa rémunération, sans parler de l'effet richesse* à l'envers. Voilà qui ne risque pas, avec ou sans reprise du crédit, de soutenir la demande des ménages dans les pays développés.

Dans un monde ouvert, un excès de création monétaire ne se déverse pas dans les prix à la consommation, mais dans les importations (détérioration des comptes extérieurs) et dans les prix des actifs*, car le moment vient forcément où les investisseurs se laissent tenter à nouveau par la spéculation afin d'aller chercher du rendement. Nous y reviendrons. Mais pour le reste, à l'exception des pays émergents qui peuvent connaître des problèmes d'offre importants, la règle de l'économie-monde serait finalement que la création monétaire n'entraîne pas d'inflation. Le scénario d'hyperinflation sera sans fondement tant que le monde sera en situation de sous-emploi, c'est-à-dire pour longtemps. Preuve qu'il n'y a pas (qu'il n'y a plus ?) de lien mécanique entre liquidité et inflation. Une intuition vérifiée sur le terrain : depuis plus de dix ans, l'inflation sous-jacente* mondiale (le *core inflation**, donc l'inflation hors prix de l'énergie et des produits alimentaires) n'a pas bronché en dépit du gonflement de la base monétaire*. La seule source d'inflation a été finalement les yo-yo enregistrés sur les prix de certaines matières premières, à commencer par le pétrole en 2000, 2003, 2005 et 2007-2008. En fait, il semble bien qu'inflation et liquidité soient désormais

déconnectées et que l'excès de création monétaire ne débouche pas forcément sur une spirale inflationniste (on parle de « monétisation non inflationniste* »). Le phénomène est observé depuis longtemps au Japon, mais aussi dans l'ensemble des grands pays développés. Les tenants d'une lecture classique de la théorie quantitative de la monnaie n'ont donc pas forcément raison de redouter le pire, autrement dit une violente poussée d'inflation, voire d'hyperinflation.

Pour autant, la monétisation non inflationniste* n'en débouche pas moins sur une autre forme de taxation qui pénalise certaines catégories d'acteurs économiques. Avant de revenir sur les grands risques associés à l'excès de liquidité actuelle, il n'est pas inutile de faire un petit détour par cette question.

Les banques centrales toujours complices des « vieux » ?

On l'a vu, dans les situations d'excès d'endettement, les banques centrales pratiquent la monétisation des dettes*, autrement dit achètent de la dette (surtout en principe de la dette publique) en créant de la monnaie. Dans le passé, cet excès de création monétaire débouchait sur l'inflation, ce qui avait pour effet de taxer doublement les détenteurs d'actifs financiers : l'inflation faisait fondre la valeur réelle des actifs monétaires et, en plus, elle faisait apparaître des taux d'intérêt réels* négatifs, taxant aussi les détenteurs d'actifs portant taux d'intérêt (obligations, crédits). Une sorte de double « taxation inflationniste » se substituait donc à la taxation « normale », puisque les États laissaient filer les déficits publics et renonçaient à augmenter les impôts pour les réduire. Aujourd'hui, l'inflation (hors pétrole et matières premières) ne réapparaît pas en dépit de l'énorme excès de création monétaire. Cette monétisation non inflationniste* ratisse moins large que la « taxe inflationniste », mais n'en pénalise pas moins les acheteurs de titres publics et, d'une manière plus générale, les acheteurs d'actifs.

D'abord, les acheteurs de titres publics. Puisque la banque centrale achète des obligations, elle fait baisser les taux d'intérêt nominaux* (spécialement sur les dettes publiques), un mouvement que l'on a pu observer à partir de 2008 (aux États-Unis, les taux d'intérêt à dix ans sont passés d'une fourchette de 4 %-4,5 % au premier semestre 2008 à 2 % à peine au début de 2009, avant de remonter à 3,5 % à l'été) et qui n'est pas contrarié par des anticipations d'inflation. Il s'agit bien alors d'une taxe sur les détenteurs de titres publics qui améliore le déficit public, puisque les taux d'intérêt bas réduisent la facture des intérêts versés par les États sur leur dette publique au détriment des porteurs de cette dette. De manière équivalente, ces derniers encaisseront une moins-value en capital, lorsque les taux d'intérêt à long terme* remonteront vers un étiage plus « normal », dès lors que la situation économique s'améliorera. Preuve que l'on n'a pas besoin de l'inflation pour ruiner les prêteurs, il suffit de les convaincre d'investir leurs économies dans du papier public faiblement rémunéré et sur une longue période. Le prix de la peur, en quelque sorte.

Ensuite, les acheteurs d'actifs en général. Pour les raisons évoquées précédemment, l'excès de liquidité ne peut plus déboucher sur une augmentation généralisée des prix des biens et services (hors matières premières) ; en revanche, il peut provoquer l'inflation des prix d'actifs* dès lors qu'il est utilisé pour en acquérir. On a déjà eu l'occasion d'observer le phénomène, à la fin des années 1990 sur les actions, de 2003 à 2007 avec les prix de l'immobilier et au début de 2008 avec les matières premières... Cela signifie évidemment que les acheteurs d'actifs (immobilier, actifs financiers) sont contraints de payer de plus en plus cher leurs investissements, notamment immobiliers pour les jeunes désireux d'accéder à la propriété. En raison de l'envolée des prix de l'immobilier, la valeur réelle de leur bas de laine exprimée en mètres carrés potentiels a tendance à fondre, tandis que les non-acheteurs d'immobilier ne sont pas touchés et que les agents endettés mais détenteurs d'une maison ou d'un appartement dont

le prix monte sont resolvabilisés, autrement dit ceux qui ont déjà acheté une maison ou un appartement en s'endettant voient la valeur de leur patrimoine augmenter, ce qui allège de fait leur niveau d'endettement. D'une manière générale, les jeunes étant plutôt acheteurs et les seniors plutôt détenteurs d'actifs, ce transfert inter-générationnel ne s'organise pas forcément dans le bon sens, car, même si les taux d'intérêt sont très bas, les jeunes n'en doivent pas moins s'endetter massivement pour compenser la hausse du prix des actifs* (surtout immobiliers) qu'ils achètent. Morale de l'histoire : les banques centrales sont bien restées discrètement les complices des « vieux ».

Si l'excès de création monétaire ne va pas entraîner demain le retour de l'inflation, au sens du fléau des années 1970-1980 tel qu'il est resté dans les mémoires, il n'est pas pour autant sans danger. Loin s'en faut. Dans un monde ouvert, un excès de création monétaire ne se déverse pas, on l'a vu, dans les prix à la consommation, mais dans les importations (détérioration des comptes extérieurs) et dans les prix des actifs*, car le moment vient forcément où les investisseurs se laissent tenter à nouveau par la spéculation afin d'aller chercher du rendement. Il y aura donc formation de nouvelles bulles* sur prix d'actifs* et/ou retour de l'inflation par la hausse des prix des matières premières. Et c'est bien là, à tous égards, le plus inquiétant.

De nouvelles bulles encore plus dangereuses

Il n'aura pas fallu longtemps pour voir resurgir les vieilles tentations d'hier. Alors que tous les observateurs étaient persuadés que la crise allait provoquer une rupture durable dans les comportements et les pratiques de la planète finance, chacun a vite constaté, dès le printemps 2009, aux premiers bourgeons, qu'un certain nombre d'acteurs de l'industrie financière, et non des moindres, n'avaient déjà plus qu'une priorité : que tout redevienne comme avant... Pour

preuve, l'empressement de certains banquiers à rembourser les injections de capital réalisées par la puissance publique afin de ne plus avoir à se soumettre aux contraintes associées à ces aides providentielles (rémunération des dirigeants et des opérateurs de marché, réduction du volume des opérations à risque et en particulier du *trading* pour compte propre*), comme s'il n'y avait rien de plus urgent que de revenir à un modèle de banque d'investissement voisin de celui qui régnait avant la crise. Ceci est particulièrement vrai pour les banques américaines qui se sont précipitées en rangs serrés sur le marché à la première occasion, afin d'y lever des milliards de dollars pour satisfaire aux conditions des *stress tests**, mais aussi pour rembourser au plus vite les fonds injectés à leur capital par le Trésor américain à l'automne 2008. Le 9 juin 2009, celui-ci a donné son accord à dix banques américaines pour un remboursement qui représentait globalement 68 milliards de dollars (dont 25 milliards pour JPMorgan Chase, 10 milliards pour Goldman Sachs ou Morgan Stanley, 6,6 milliards pour US Bancorp). Surtout, on a assisté très vite au retour de nouvelles bulles* spéculatives sur les actions des pays émergents ou le pétrole. Toujours aux avant-postes, Goldman Sachs, enfin seul depuis la disparition de Lehman Brothers et l'intégration de Bear Stearns et de Merrill Lynch dans le giron d'autres établissements, annonçait au début de l'été 2009 le produit net bancaire le plus élevé de son histoire à 13,76 milliards de dollars et un résultat net de 3,44 milliards pour le deuxième trimestre 2009. Dans la foulée, « la » star de Wall Street ne cachait pas qu'elle avait déjà mis de côté 11,4 milliards de dollars au premier semestre pour rémunérer ses équipes en fin d'année, soit une augmentation de 33 % par rapport à 2008. C'est dire s'il régnait sur les marchés au début de l'été 2009 comme un parfum de déjà-vu... La preuve que la finance veut déjà oublier la crise et n'attendait qu'un modeste encouragement pour remettre le couvert : le jour où la préférence pour la liquidité (autrement dit, la peur) diminue, les investisseurs renouent illico avec leurs (mauvaises) habitudes. Et il y a plusieurs raisons à cela.

D'abord, la soif de rendement. Ce que l'on a constaté au cours des dernières années qui ont précédé la crise sur le rendement des fonds propres* des entreprises (15 % en zone euro⁶, 17 % au Royaume-Uni, 19 % aux États-Unis en 2007), comme sur celui de l'immobilier, des *hedge funds** et des fonds de *private equity** (20 % en 2006 en moyenne aux États-Unis comme en Europe), reste globalement vrai aujourd'hui encore : les investisseurs sont en quête de rendements élevés, excessifs par rapport à la normale (voir à ce sujet *Le capitalisme est en train de s'autodétruire*, des mêmes auteurs, aux éditions La Découverte).

Ensuite, ce que l'on appelle couramment le mimétisme rationnel. Les investisseurs portent tous leur choix sur les mêmes actifs au même moment, ce qui accroît fortement le rendement de ceux qui font l'objet d'une telle sollicitude collective. Engagés à la fois dans une course au rendement pour satisfaire leurs clients et dans un *benchmarking** permanent afin de préserver leurs précieuses parts de marché, voire en conquérant de nouvelles, ils ne peuvent en réalité s'écarter du consensus mou. Leur comportement est parfaitement optimal dans une situation de concurrence à court terme où l'écart de performance est très rapidement et fortement pénalisé. À titre individuel, tout autre comportement serait même suicidaire. Certes, mimétisme et panurgisme ne sont pas nouveaux sur les marchés financiers. Mais si la puissance dévastatrice du consensus a pris une telle ampleur lors de la dernière crise financière, c'est que, pour la première fois, tous les moutons de Panurge s'étaient embarqués sur le même bateau en se gavant des mêmes produits financiers sophistiqués. Résultat : quand tout le monde a sauté, le tsunami était garanti. À la décharge des professionnels, il faut souligner qu'avec la mondialisation et l'innovation technologique, les modèles conçus dans et pour un monde fermé les ont laissés orphelins d'outils adaptés à leurs besoins et à la merci du « buzz » quotidien des marchés.

(6) Par pondération des quatre « grands » (Allemagne, France, Italie, Espagne).

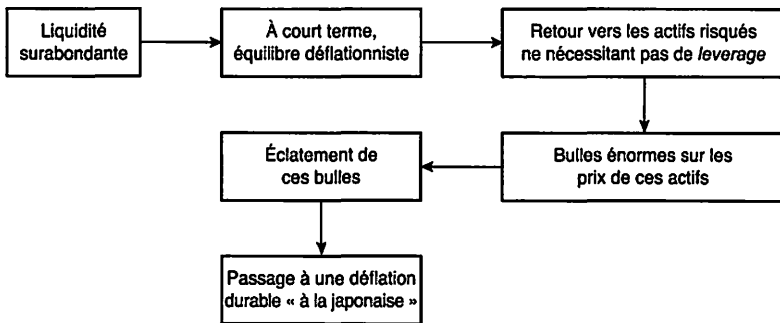
Dans son discours au symposium de Jackson Hole du 26 août 2005, considéré par beaucoup comme son « testament », Alan Greenspan avait déjà longuement insisté sur ce point : « *Tout modèle, aussi détaillé, aussi bien conçu et élaboré soit-il, n'est qu'une représentation du monde très simplifiée comparée à toutes les complexités dont nous faisons l'expérience quotidiennement* » déclarait-il devant la fine fleur de la finance mondiale, réunie comme chaque année à cette époque dans le Wyoming. Et il ajoutait : « *Compte tenu des changements profonds qui ont lieu, nous manquons de références historiques pour prévoir avec certitude les conséquences de nos actions.* » Or, l'équation n'a pas fondamentalement changé depuis le début de la crise. Et il faut redouter que, la peur de perdre s'étant une fois de plus dissipée, les investisseurs – à nouveau saisis par le syndrome de l'appât du gain – profitent de la politique de « *money rain* » menée par les banques centrales pour reprendre la chasse au rendement. Comme si rien ne s'était passé. Dès lors, on peut s'attendre à voir exploser bien d'autres bulles* et le paysage après explosion ne sera pas beau à voir.

Résumons-nous. Nous sommes confrontés à la situation suivante : une croissance excessivement rapide de la liquidité avec un ratio liquidité/PIB très élevé ; un désendettement durable qui devrait exclure l'utilisation de cette liquidité pour financer le retour à une croissance rapide du crédit ; une absence d'inflation sur les prix des biens et services. Dans un tel contexte, lorsque l'économie mondiale sortira de l'équilibre déflationniste* soft avec forte préférence pour la liquidité dans lequel elle s'est installée, le scénario le plus probable est celui d'une hausse très forte de tel ou tel prix d'actif* (matières premières, obligations d'entreprises, actions, titres des émergents) et la formation de nouvelles bulles* encore plus dangereuses que les précédentes. La taille de la liquidité mondiale* est devenue telle que si elle est utilisée à nouveau pour acheter un actif risqué, le prix de celui-ci augmentera en effet de manière considérable. L'explosion des bulles* qui se formeront alors pourrait bien, elle, conduire à la

déflation* durable (voir figure 2.2), d'autant que l'excès de liquidité décorrèle de plus en plus les marchés financiers de l'économie réelle. Un engrenage extrêmement malsain, qui organise une allocation inefficace de l'épargne à travers une préférence pour des actifs spéculatifs à court terme, contribue à alimenter les marchés financiers avec de mauvais signaux sur l'économie réelle et s'auto-entretient.

Normalement, la valeur des actifs financiers devrait en effet refléter la situation de l'économie réelle (croissance, profits, inflation...)

Figure 2.2. Mortel enchaînement...



L'équilibre économique du monde étant, encore plus que par le passé, un équilibre de sous-emploi (voir *supra*) avec le recul de l'activité due à la crise, ce qui exclut pour longtemps le retour de l'inflation, comment se terminera la dynamique explosive de l'excès de liquidité ?

Deux scénarios sont possibles : celui d'une déflation* permanente à la japonaise si les acteurs, traumatisés par la crise, n'utilisent la liquidité que pour détenir des

actifs liquides et sans risque, ou le gonflement de nouvelles bulles* de taille inédite sur les prix des actifs* risqués au fur et à mesure que l'aversion pour le risque diminuera. Un retour des bulles* qui n'exclurait pas pour autant la déflation* : s'il y a, après la crise, réinvestissement massif en actifs risqués, il y aura alors une nouvelle fois formation d'énormes bulles* sur prix d'actifs* dont l'explosion pourrait conduire à une déflation* durable.

dans une perspective de plus ou moins long terme en fonction de la nature des actifs et de la capacité à anticiper des investisseurs. Mais si la liquidité mondiale* est surabondante et dès lors que l'inflation sur les prix des biens et services ne peut revenir, les déséquilibres monétaires mondiaux se traduisent non plus par la hausse du prix des biens et services (à l'exception éventuellement du prix des matières premières), mais par la formation de bulles* qui « voyagent » en quelque sorte d'un actif à l'autre, au gré des engouements successifs des investisseurs et des épargnants. Et, en ce qui concerne les matières premières, par exemple, les prix montent en raison de leur rareté, mais aussi du fait qu'elles sont de plus en plus utilisées comme « actifs » par les investisseurs, qu'il s'agisse bien sûr du pétrole, mais aussi bien de l'aluminium, du cuivre ou du sucre... Voilà pourquoi on observe des cycles de prix d'actifs* qui sont de moins en moins corrélés avec les cycles économiques, mais de plus en plus liés à l'interaction entre l'excès de liquidité et les engouements (ou l'aversion pour le risque) des investisseurs. Cette déconnexion entre marchés financiers (prix des actifs*) et économie réelle est très préoccupante, puisqu'elle signifie que les prix des actifs* ne donnent plus d'indication fiable sur la situation de l'économie réelle et reflètent seulement la quantité de liquidité et les comportements le plus souvent mimétiques des investisseurs, lesquels peuvent très bien se désintéresser du cycle réel : la baisse de l'aversion pour le risque au printemps 2009, par exemple, ne peut être attribuée à un redressement de l'économie réelle.

Les banques centrales ne savent pas reprendre la liquidité

Tous les responsables monétaires de la planète ont à l'esprit les risques auxquels nous exposent de telles politiques. Pour autant, les banques centrales rencontrent apparemment les plus grandes difficultés à détruire les liquidités créées lors des récessions, car elles sont prises dans un faisceau de contraintes fortes qu'elles ne peuvent

aisément desserrer. Il y a à cela, sans doute, plusieurs explications que l'on peut entrevoir en regardant dans le rétroviseur. L'analyse du passé suggère en effet plusieurs pistes.

D'abord, un point technique : jusqu'à preuve du contraire, les banques centrales n'ont surveillé que l'inflation, pas l'évolution du crédit ou des prix d'actifs* (voir aussi chapitre 3). Or, au cours des vingt dernières années, une croissance rapide de l'un et des autres a fait bon ménage avec l'absence d'inflation (autre que celle qui venait des prix des matières premières) pour les raisons déjà évoquées précédemment. Une situation qui a incité les banques centrales à réagir mollement dans les phases de croissance. C'est la première piste.

La seconde, sans doute la plus féconde, est d'ordre politique et social. En décidant de mener une politique expansionniste et plus encore, en ce qui concerne la Fed, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, d'acheter en masse les emprunts du Trésor, autrement dit de créer de la monnaie pour financer directement les déficits publics, les banques centrales des grands pays de l'OCDE ont entamé leur capital indépendance et pris le risque de voir la gestion de la monnaie redevenir une affaire politique et la crédibilité* qu'elles avaient eu tant de mal à conquérir abîmée par l'épisode de la crise 2007-2009. Mais l'ampleur de cette crise, du recul de l'activité et de la poussée du chômage constitue une incitation forte à mettre en œuvre la politique monétaire la plus accommodante* possible. Et l'idée qui s'était installée depuis quelques années de l'indépendance des banques centrales, pourtant conquise de haute lutte notamment en Europe, ne pèse pas lourd face à une telle pression. Résultat : les autorités monétaires attendent trop longtemps pour remonter les taux d'intérêt et réduire la liquidité, parce qu'elles ne veulent pas prendre le moindre risque de faire rechuter l'économie réelle.

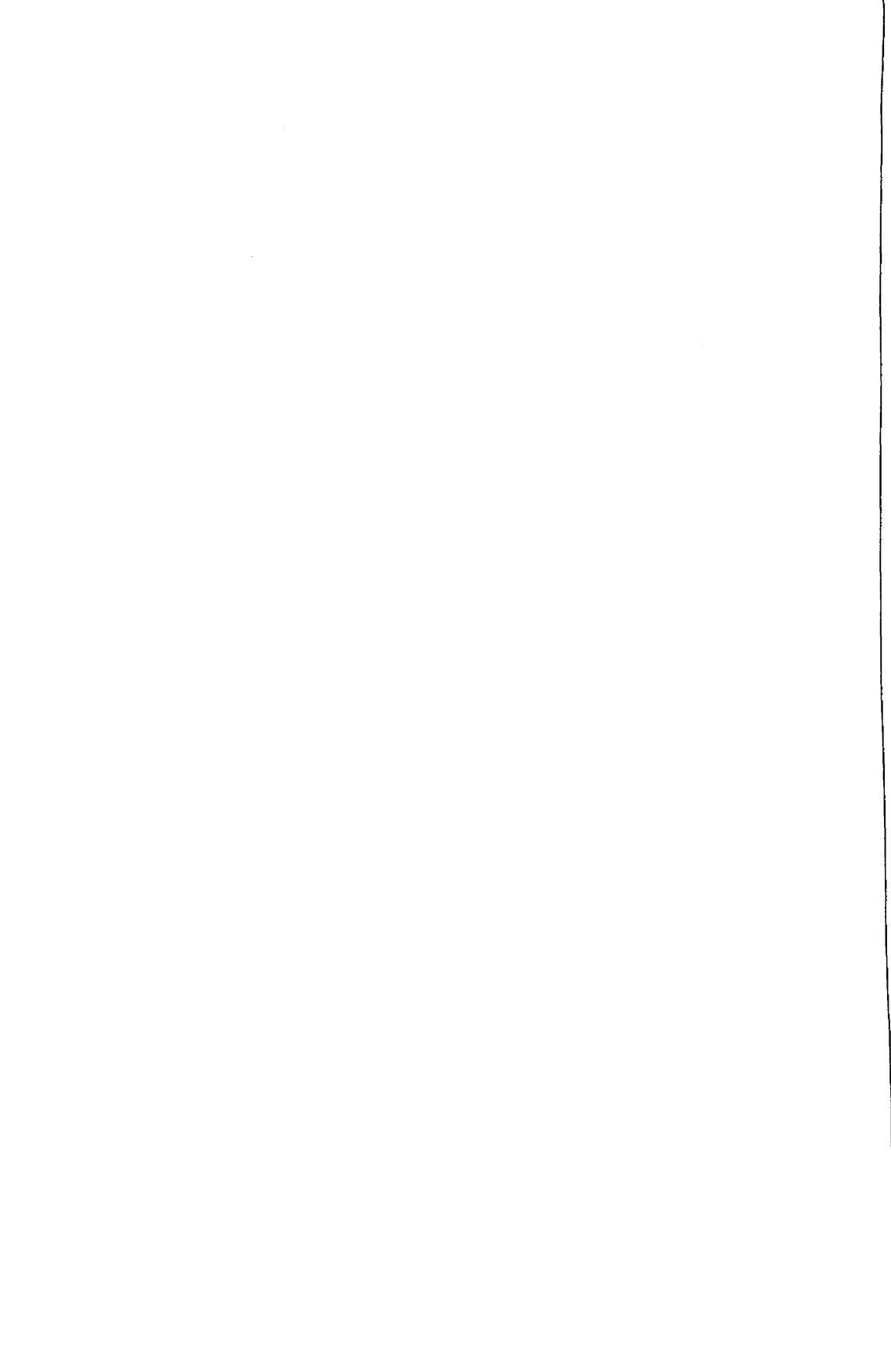
C'est ce que nous apprend l'observation des faits depuis les années 1990 : les banques centrales, qu'elles soient américaine,

européenne ou britannique, remontent leurs taux directeurs* plus d'un an après le redémarrage des économies. Mais, et c'est bien là tout le problème, quand l'économie réelle repart, les bulles* sur prix d'actifs* ont déjà fait leur apparition. Lorsque la politique monétaire est expansionniste*, les prix des actifs* réagissent en effet avant ceux des biens. D'où l'hésitation des banquiers centraux à remonter leurs taux d'intérêt et à le faire de telle sorte que cela détruit suffisamment de liquidités, car ils redoutent en fait de faire éclater les bulles* qui se sont déjà formées sur les prix d'actifs*. Le cercle vicieux.

C'est bien ce que l'on a pu observer avec la sortie de la récession 2001-2002. Aux États-Unis, le crédit immobilier et le prix des maisons repartent dès la mi-2002, la croissance réelle seulement un an plus tard. Les crédits aux entreprises et les cours boursiers, à l'origine de la crise, ne redémarrent qu'en 2004. Et c'est seulement à la mi-2004 qu'Alan Greenspan, alors patron de la Fed, décide de mener une politique monétaire plus restrictive*. Même phénomène en zone euro : les prix de l'immobilier repartent à la hausse à la fin 2002, les actions début 2003, la croissance début 2004 et la politique monétaire ne devient plus restrictive* qu'en 2005. Très clairement, l'enchaînement est toujours le même : la reprise du crédit et des prix d'actifs* s'opère avant celle de l'activité réelle, qui elle-même précède le durcissement de la politique monétaire.

Or, en 2009, la situation n'est pas très différente. La liquidité disponible est incroyablement élevée, mais comme les grands pays de l'OCDE sont entrés dans une dynamique de désendettement qui va rendre difficile le redémarrage de l'économie, les banquiers centraux sont incités à poursuivre dans la voie des politiques monétaires accommodantes* qui vont encore accroître la liquidité disponible. D'autant que l'ampleur des déficits et des dettes publics les pousse à les monétiser, sauf à prendre le risque d'une augmentation contre-productive des taux d'intérêt à long terme* et/ou d'un coup de tabac sur les changes (voir aussi chapitre 5). Mais si les banques centrales

attendent la reprise de l'économie réelle, ce qu'elles ne manqueront pas de faire, sauf à prendre la responsabilité d'une explosion encore plus durable du chômage, on peut redouter qu'une fois de plus, les bulles* voyageuses prospèrent tranquillement avant que la situation de l'économie réelle n'ouvre la porte à un durcissement des politiques monétaires. Le processus est déjà enclenché. Dès le printemps 2009, on a vu le pétrole jouer les yo-yo et repartir à la hausse sous la pression des achats spéculatifs. À la fin août 2009, le prix du baril de Brent tutoyait les 75 dollars, son plus haut niveau depuis dix mois en raison certes des espoirs de reprise économique mais surtout du stockage spéculatif, notamment chinois. Et des signaux de même nature commencent à clignoter sur les marchés des matières premières ou les bourses des pays émergents. Confirmation que l'extrême abondance de liquidité débouche rapidement sur la formation de ces bulles* dès que l'aversion pour le risque recule un peu, même si l'économie mondiale est encore très affaiblie et que les politiques monétaires contemporaines sont bien au cœur des risques présents et futurs. Faut-il modifier la feuille de route des banques centrales et revoir en profondeur leur mission ? Ce sera l'une des questions fondamentales du débat des années qui viennent.



Faut-il modifier la mission des banques centrales ?

Faut-il revoir pour l'élargir le mandat des banques centrales ? Jusqu'à une période récente, la mission des banques centrales contemporaines portait essentiellement sur la stabilisation des taux d'intérêt à court terme* (de un jour à quelques semaines), soit par des opérations d'achat de titres auprès des banques, soit par des opérations de *repo** (contrat par lequel un investisseur institutionnel ou une entreprise peut échanger, pour une durée déterminée, ses liquidités contre des titres financiers), tandis que les marchés financiers se chargeaient de fixer les prix des autres actifs (obligations publiques de maturité plus longue, actions, obligations d'entreprises). Mais les initiatives prises par les grandes banques centrales depuis le début de la crise conduisent à s'interroger sur la nature de leur mission. Une modification significative des politiques monétaires est-elle opportune et pertinente, non seulement pour faire face à une situation exceptionnelle en temps de crise, mais pour mieux jouer leur rôle afin de contribuer à

favoriser la croissance d'une économie globalisée qui a fondamentalement changé depuis vingt ans ?

Il s'agit là d'un débat complexe – on le verra –, car les politiques monétaires récemment mises en œuvre présentent des risques, mais aussi des avantages. Ce débat n'en est pas moins essentiel si l'on veut réfléchir aux voies et moyens de sortir de la crise et de refonder un système économique plus solide et plus efficace à long terme. Depuis le début de la crise, les banques centrales ont sensiblement élargi leur champ d'action en volant au secours du système bancaire dès le mois d'août 2007 et dans les mois qui ont suivi (voir chapitre 1).

La motivation conjoncturelle d'une telle évolution dans les pratiques des banques centrales, notamment de la Fed et de la Banque d'Angleterre, on l'a vu, est évidente. Il s'agit là d'une stratégie de crise destinée à mettre à disposition des différentes autorités politiques et monétaires les moyens de stopper l'engrenage d'un véritable tsunami financier. À l'occasion de cette crise, on a pu voir émerger successivement les trois rôles possibles des banques centrales (et des États) vis-à-vis des banques et des marchés financiers :

- le rôle traditionnel de « prêteur en dernier ressort* » qui consiste à restaurer, lorsque c'est nécessaire, la liquidité des banques ;
- le rôle nouveau, plus développé aux États-Unis et au Royaume-Uni qu'en zone euro, d'« acheteur d'actifs en dernier ressort », ce qui permet de rétablir la liquidité sur les marchés d'actifs, de débarrasser le bilan des banques de leurs actifs risqués, voire de faciliter leur refinancement ;
- enfin, un rôle encore plus novateur de « recapitaliseur des banques en dernier ressort » (mais, cette fois, ce sont les États et non les banques centrales qui sont en première ligne), afin de permettre aux banques de survivre, y compris en cas de pertes abyssales sur leurs actifs.

D'un point de vue plus structurel, la question se pose toutefois de savoir si les banques centrales ont raison de faire évoluer leur feuille de route, s'il faut voir là en quelque sorte les prémices d'une reconfiguration de leur mission et s'il existe une frontière entre les actifs qu'elles peuvent acheter (ou prendre en pension*) sans risque et ceux sur les marchés desquels elles devraient s'interdire d'intervenir.

Les banques centrales en lutte contre le risque déflationniste

Personne ne s'émeut de voir les banques centrales jouer le rôle de prêteuses en dernier ressort*. Partout dans le monde, les autorités monétaires ont retenu la leçon des épisodes de la grande crise de 1929 aux États-Unis ou des années 1990 au Japon quand le refus des banques centrales d'injecter suffisamment de liquidités avait déclenché les crises bancaires. La seule inquiétude sur ce point porte sur la « stratégie de sortie* » (*exit strategy**) : comment les banques centrales parviendront-elles à détruire l'excès de liquidité lorsque les économies repartiront ? Ceci n'est pas un problème technique, mais bien un problème politique qui n'est pas si simple à résoudre : l'expérience passée montre que les autorités monétaires ne parviennent jamais à la détruire à temps. Nous y reviendrons (voir chapitre 5).

La question de l'« acheteur en dernier ressort* » est plus complexe. Et aussi plus discutée. Les achats d'actifs par les banques centrales répondent au départ à une question toute simple : lorsque les taux d'intérêt sont devenus quasi nuls, comme c'est le cas aujourd'hui, que peuvent faire les banques centrales pour éviter que les économies ne tombent dans le piège déflationniste et pour favoriser la reprise économique ?

La première option, on l'a vu (voir chapitre 1), est de passer à une politique monétaire quantitative (*quantitative easing**), qui consiste à remplacer l'objectif de taux d'intérêt à court terme* par

un objectif de croissance de la base monétaire*. Si la croissance de la base monétaire* (de la liquidité) est très rapide, des anticipations d'inflation sont censées réapparaître et extirper l'économie de la situation de déflation* qui menace. Il faut déjà noter au passage que la politique quantitative n'est pas sans effet sur les taux d'intérêt. Car si les banques disposent alors de liquidités à investir, elles ne peuvent (les emprunteurs veulent se désendetter) ou ne veulent (elles redoutent le risque) prêter davantage. Elles ont plutôt tendance à investir ces liquidités en réserve dans les actifs à court terme disponibles : dépôts auprès des banques centrales, titres publics à court terme, *swaps** à court terme – d'où la baisse des taux d'intérêt sur les actifs à court terme*. L'excès de l'offre sur la demande de liquidités associé aux politiques monétaires quantitatives pousse donc les taux d'intérêt d'équilibre à la baisse. Ce qui démontre bien le lien (souvent nié par les banques centrales) entre liquidité et taux d'intérêt. Et ce qui montre aussi que toute extension du domaine de la banque centrale provoque des effets sur les marchés. Ceci est encore plus vrai lorsque les autorités monétaires s'engagent dans la voie des achats (ou de prise en pension*) d'actifs visant à la fois à accroître la base monétaire*, mais aussi à agir sur le prix des actifs* concernés. La question qui se pose alors est celle des objectifs, mais aussi des risques et des limites de telles politiques.

L'extension la plus naturelle est celle qui passe du contrôle du seul taux d'intérêt à court terme* à celui de l'ensemble de la courbe des taux* (sur titres publics). Elle permet d'agir sur les coûts de financement à long terme de l'économie, ce qui est légitime, notamment dans l'hypothèse où les taux d'intérêt à court terme* ont été ramenés à zéro, comme c'est le cas actuellement, et, d'une manière générale, si l'économie est largement financée à taux fixe et à long terme (et non à court terme ou à taux variable). Elle ne fait en outre courir aucun risque au bilan de la banque centrale, puisque les titres publics à long terme sont normalement sans risque. Une politique de contrôle des taux d'intérêt à long terme* présente tout de même

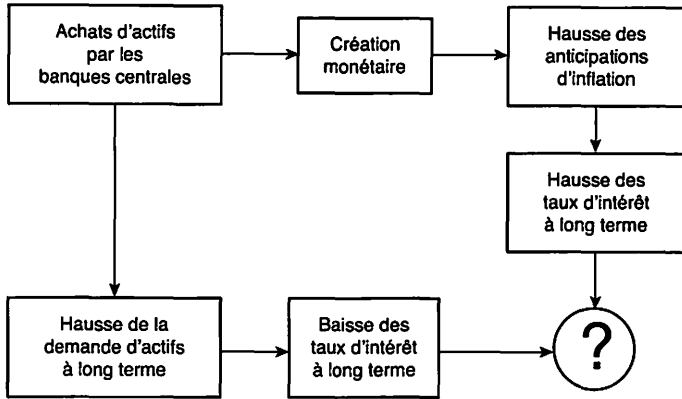
un risque : que la création monétaire qui en résulte débouche sur l'apparition d'anticipations inflationnistes qui viendraient contrarier le mouvement désiré de baisse des taux d'intérêt à long terme* (si les déficits et les dettes publics sont excessifs, la monétisation de la dette publique* conduit à inscrire au bilan de la banque centrale des titres publics qui peuvent alors pour cette raison être considérés comme risqués). Il y a de fait dégradation de la qualité du bilan de la banque centrale.

Ainsi, la Fed, par exemple, a fortement augmenté sa détention de *treasuries* (bons du Trésor américain) à partir d'avril 2009, mais cette politique d'achat de papier public a débouché sur une pentification* de la courbe des taux* (l'écart entre les taux à court terme* et les taux à long terme* s'élargit), en partie en raison de la remontée des anticipations inflationnistes, mais surtout à cause de la dégradation de la qualité de la dette publique avec l'explosion du déficit. D'où une première remarque : l'intervention des banques centrales sur la formation des taux d'intérêt à long terme* n'est pas illégitime, mais elle trouve sa limite dès lors qu'elle peut être assimilée par les marchés financiers à la monétisation d'une dette* excessive (voir figure 3.1).

Le débat est encore plus vif toutefois en ce qui concerne l'achat d'autres types d'actifs : obligations d'entreprises, ABS* de toutes sortes, obligations des agences, *covered bonds** et même actions...

D'un point de vue conjoncturel, ces achats favorisent le soutien de l'économie. C'est la première motivation de la banque centrale. Dans l'hypothèse d'une économie plutôt financée par le crédit bancaire, elle privilégiera les actifs qui servent au financement des institutions financières (ABS*, obligations des agences, *covered bonds**). Dans le cadre d'une économie plutôt financée par les marchés financiers, elle agira pour faciliter les émissions sur le marché (obligations privées). Cette politique peut donner des résultats. Au cours du

Figure 3.1. La politique d'achat d'actifs au cœur d'un conflit de politique économique ?



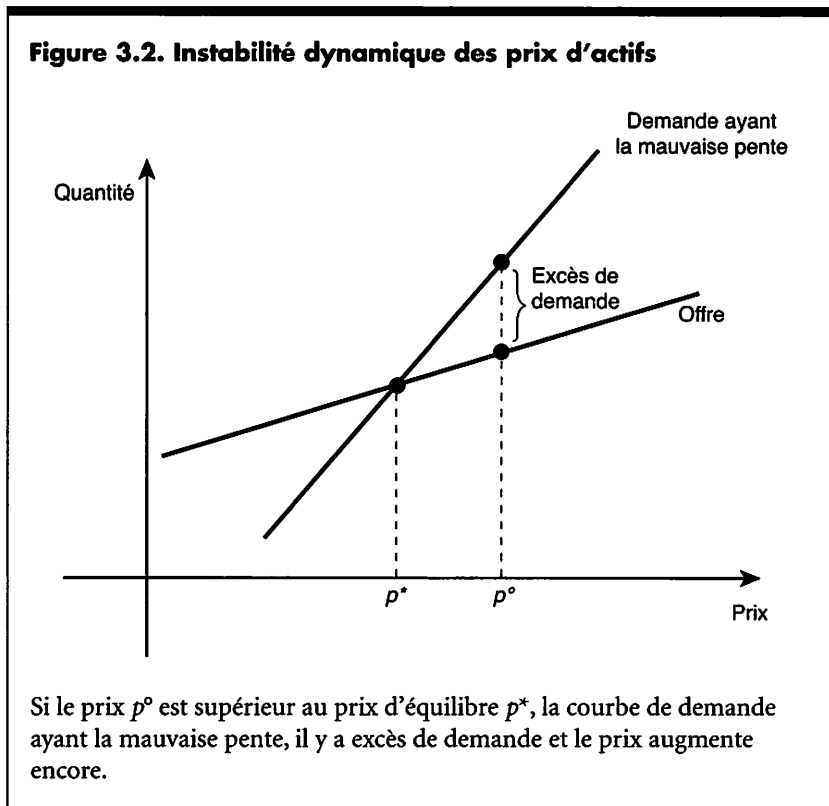
La politique d'achat d'actifs peut se retrouver au cœur d'un conflit de politique économique comme le montre la figure précédente : ces achats font en effet baisser les taux d'intérêt à long terme* par l'effet de demande d'actifs, ce que l'on a observé à partir du printemps 2009, mais ils peuvent aussi les faire monter par l'effet d'inflation anticipée. Dès le deuxième trimestre 2009, on a d'ailleurs pu observer une remontée des taux d'intérêt sur

titres publics (à peine supérieurs à 2 % au début 2009, les taux allemands ou américains à dix ans sont remontés à 3,2 % à la fin de l'année). Une remontée que l'on pouvait intuitivement attribuer, sans qu'il soit facile de départager les « responsabilités », à l'évolution anticipée des déficits publics, mais aussi au retour de certaines anticipations d'inflation sur les marchés financiers, dû à l'observation de la croissance rapide de la liquidité.

premier semestre 2009, on a observé aux États-Unis le resserrement des *spreads** (l'écart entre le taux de rentabilité du titre et celui d'un emprunt sans risque de durée identique) sur les RMBS* et sur les titres des agences et, en zone euro, le resserrement des *spreads** sur les obligations sécurisées (*covered bonds**) à l'annonce du programme d'achat de la BCE.

Les méfaits de l'instabilité dynamique des prix d'actifs

Ces achats peuvent également viser la stabilisation des prix d'actifs* lorsque ceux-ci s'éloignent exagérément des prix que l'on peut considérer comme « normaux ». Là, on est bien au cœur du rôle d'« acheteuse en dernier ressort* » de la banque centrale. Il s'agit d'une problématique qui n'a cessé de prendre de l'importance au cours des dernières années, dans la mesure où l'on observe de plus en plus souvent ce que l'on a appelé l'« instabilité dynamique* » des prix d'actifs*, immobiliers ou financiers, dès lors que, pour différentes raisons, les investisseurs se sont mis à être acheteurs lorsque les prix étaient élevés et vendeurs lorsqu'ils étaient faibles (voir figure 3.2) – d'où la



succession de périodes d'euphorie où les prix d'actifs* s'envolent, suivies de krachs où ils s'effondrent. Il suffit de se souvenir de ce qui s'est passé sur les actions à la fin des années 1980 puis des années 1990, sur l'immobilier à la fin des années 1980 puis sur la période 2002-2007, sur les actions des pays émergents et les matières premières à la fin 2007 et au début de 2008. À chaque fois, la courbe de la demande d'actifs est croissante et non décroissante avec les prix des actifs* correspondants. Un comportement anormal qui s'explique par différentes causes.

La première explication est technique. On l'a assez répété au plus fort de la crise financière : les règles comptables (*fair value*) et les normes prudentielles (Bâle II, Solvency II) incitent banquiers et investisseurs à être vendeurs d'actifs risqués lorsque leurs prix baissent, puisque les pertes comptables grignotent leurs fonds propres. De même, les agences de *rating* ont un comportement « procyclique* », puisqu'elles ont tendance à dégrader les actifs financiers lorsque les crises se produisent ou lorsque les prix de marché baissent et non pas, comme on pourrait l'espérer, de manière prévisionnelle. C'est bien ce que l'on a constaté dans le cas des ABS*, puisque Fitch, par exemple, a décidé 233 « *upgrades* » (relèvements de note) en 2007 pour seulement 61 « *downgrades* » (abaissements de note) et que ce n'est que lorsque la crise a été largement déclenchée, en 2008, que l'agence a décidé 505 abaissements de note pour 250 augmentations... Enfin, confrontés à des retraits de déposants et aux appels de marges, certains investisseurs sont contraints à des ventes forcées et vendent en particulier des actifs liquides lorsque les prix d'autres actifs baissent, ce qui a pour effet de propager la crise d'un actif à l'autre.

La deuxième explication de l'instabilité dynamique* des prix d'actifs* est étroitement liée au comportement des investisseurs. La majorité d'entre eux, y compris ceux qui sont censés travailler sur des horizons de long terme (compagnies d'assurance, fonds de pension...), sont en concurrence pour la part de marché et notés sur leurs

performances à court terme, d'où la nécessité pour eux d'investir de manière moutonnaire dans les actifs dont le prix monte à court terme, quelle que soit leur vision de la valeur fondamentale de ces actifs. Désormais, sur les marchés, le consensus mou est la « vertu » la mieux partagée, car c'est finalement, d'un point de vue individuel, la plus saine appréciation possible du *risk/reward ratio* : mieux vaut en effet avoir tort avec tout le monde que raison tout seul...

La troisième explication tient au fonctionnement du marché du crédit : de plus en plus, la distribution de crédit est liée à la richesse des emprunteurs, notamment dans les pays anglo-saxons. Quand les prix des actifs* montent, il est plus facile d'obtenir du crédit et donc d'acheter encore d'autres actifs. Le système s'auto-entretient.

Or, le phénomène d'instabilité dynamique* a des effets extrêmement défavorables : crises financières lorsque les prix des actifs* se retournent à la baisse et font apparaître le surendettement et les pertes en capital pour les détenteurs d'actifs, à commencer par les banques (à la fin du premier semestre 2009, le montant total des dépréciations d'actifs des banques américaines s'élevait à 1 075 milliards de dollars et celui des banques européennes à 465 milliards de dollars) et, surtout, déconnexion parfois sévère entre les prix de marché et les prix « fondamentaux » (ceux qui devraient normalement résulter des contraintes de l'économie réelle, notamment de l'évolution de l'offre et de la demande). Lorsque les prix de marché montent puis baissent exagérément, ils n'envoient plus d'information fiable aux agents économiques sur la valeur des actifs (actions, immobilier, obligations des entreprises, matières premières), ce qui signifie que le principe même de l'économie de marché (les prix d'équilibre de marché fournissent l'information utile sur la valeur, la rareté) est mis en échec.

On a observé dans les premiers mois de la crise des déviations majeures des prix d'équilibre sur de nombreux marchés (crédit,

*covered bonds**, interbancaire, ABS*, actions, matières premières, dettes publiques) et c'est en partie ce phénomène qui a fait la gravité de la crise. L'économie de marché est en effet une économie où les prix des actifs*, des biens, des services sont censés fournir une information fiable sur la situation des marchés. On sait par exemple qu'au plus fort de la crise, les *spreads** de crédit, surtout pour les émetteurs *investment grade* (ceux qui offrent les meilleures garanties), ont été beaucoup plus larges que ce que justifiait le risque de défaut (très faible) de ces émetteurs. On sait aussi que les ABS* étaient fortement sous-évalués, que les *covered bonds** et même les dettes publiques en zone euro affichaient des primes de risque dont l'ampleur était directement liée à l'illiquidité des marchés, c'est-à-dire à l'insuffisance de la demande. Dès lors, on comprend pourquoi les autorités monétaires sont tentées d'intervenir sur la formation des prix des actifs*. Il suffit d'un supplément de demande de la part des banques centrales et des États pour accroître la liquidité des marchés visés et contribuer à ramener les prix de marché vers des étiages plus cohérents avec les fondamentaux. Sans ces politiques, l'illiquidité risquerait de s'auto-entretenir et de provoquer une hausse de la volatilité*, avec baisse de la demande et renforcement du processus.

D'où la théorie souvent entendue depuis quelques mois : si les marchés ne sont plus capables de fixer le prix des actifs* de manière raisonnable, il faut bien qu'un autre acteur se dévoue et cet acteur, c'est celui qui a le pouvoir de création monétaire, autrement dit les banques centrales. Sur le principe, l'approche n'a rien de choquant, d'autant moins qu'elle a déjà servi. Il est probable que, sans les interventions classiques des banques centrales assorties d'un certain nombre de modifications institutionnelles, les prix des biens seraient tout aussi instables : une inflation plus forte ferait monter les anticipations inflationnistes ainsi que les salaires et accoucherait d'une inflation plus forte encore ; dans l'autre sens, une inflation plus faible dégènerait en déflation*. Au début des années 1980, ce sont

bien les politiques monétaires très restrictives* qui ont empêché l'inflation de rester excessivement forte. De la même manière, la politique très expansionniste mise en place au Japon à la fin des années 1990 a évité l'effondrement déflationniste. Il n'est donc pas choquant que les banques centrales cherchent à assurer la stabilité dynamique des prix des actifs* comme elles le font pour les prix des biens et services.

Les dangers associés aux distorsions sur prix d'actifs

Si les banques centrales achètent (ou prennent en pension longue) ces actifs qui peuvent être de diverses natures (ABS*, obligations d'entreprises ou d'agences, actions, *covered bonds**, etc.), deux types de risque toutefois apparaissent : un risque de distorsion sur les prix des actifs* et un risque de perte de crédibilité* de la monnaie.

Le risque de distorsion sur les prix d'actifs* est évident. Si les achats des banques centrales (et/ou des gouvernements) portent sur des actifs notoirement sous-évalués, ils vont ramener leurs prix vers la normale, mais risquent aussi de les faire monter exagérément, au point qu'il en résultera une distorsion anormale des prix qui transmettra obligatoirement une information erronée sur la valeur des actifs et déformera les choix d'épargne. Cette distorsion des prix est dangereuse, puisqu'elle attire l'épargne sur certains actifs et modifie le coût relatif des différents types de financement. Ainsi, une politique monétaire qui vise à faire baisser les taux d'intérêt à long terme* fait monter le prix relatif des obligations d'État par rapport aux autres actifs : les taux d'intérêt sur les dettes publiques baissent, alors que les taux d'intérêt sur les dettes des entreprises augmentent et que les cours des actions reculent. Elle crée donc ainsi deux distorsions d'un seul coup, d'une part en attirant l'épargne privée vers les titres publics dont l'intervention publique fait monter les prix et, d'autre part, en créant un biais dans les coûts de financement en

faveur de l'État et au détriment des emprunteurs privés. De même, lorsque la Banque d'Angleterre, par exemple, publie une liste des entreprises dont les obligations sont éligibles à son programme d'achat¹, l'initiative crée évidemment une distorsion majeure au détriment des autres obligations d'entreprises. On pourrait multiplier les exemples. Le fait que la BCE ait décidé d'un programme d'achat de *covered bonds** et pas la Banque d'Angleterre a, par exemple, pour effet de faire resserrer les *spreads** de *covered bonds** en Espagne et pas au Royaume-Uni, deux pays où pourtant l'immobilier est en grande difficulté. Aux États-Unis, dès que la Réserve fédérale a mis en place un programme d'achat d'actifs qui refinançaient les crédits hypothécaires*, les taux d'intérêt des *mortgages** ont baissé par rapport à ceux des obligations municipales et surtout des crédits aux entreprises.

Il est possible de soutenir qu'en contribuant à accroître la liquidité de certains marchés d'actifs, la politique d'acheteur en dernier ressort* est potentiellement utile en ramenant les prix de certains actifs vers des niveaux plus proches de leurs « fondamentaux ». Mais il ne faut pas sous-estimer la subtilité du réglage. La décision est positive si la hausse du prix de l'actif financier acheté par la banque centrale ou si le Trésor produit une externalité* positive sur l'économie que les marchés financiers ne valoriseraient pas spontanément. C'est peut-être le cas avec la baisse des taux d'intérêt à long terme* si celle-ci resolvabilise des emprunteurs en difficulté dans une configuration de crise grave comme celle que nous connaissons depuis 2008. Mais il serait sans doute tout aussi légitime de se demander pourquoi les banques centrales, à ce stade, limitent la liste des actifs qu'elles achètent ? Pourquoi, dès lors qu'elles sont engagées dans une telle approche, ne pas acheter de l'immobilier résidentiel dont les

(1) Dans la liste publiée le 15 juin 2009, par exemple, liste que la Banque d'Angleterre se réserve le droit d'aménager à tout moment, on trouve une soixantaine d'entreprises, de Anglo American Capital à Walmart Stores, en passant par British Telecom, Cadbury Schweppes, Marks & Spencer, Pearson, Tesco ou Vodafone Plc.

prix aux États-Unis sont désormais sous-évalués, afin de faire repartir les ventes et de réduire les défauts d'emprunteurs ? Ou pourquoi ne pas acheter des actions dont la remontée des prix soutiendrait la richesse des ménages et faciliterait le financement des entreprises, ou encore des obligations d'entreprises pour réduire les *spreads** de crédit ? On voit là que les choix sont délicats à poser et... à justifier. Enfin, il faut dire un mot ici de la question de l'aléa de moralité* : si les banques centrales achètent des actifs risqués, elles « assurent » en quelque sorte les acheteurs d'actifs contre le risque. On sait aujourd'hui plus que jamais combien l'approche est discutable, à la fois sur le plan de l'efficacité et sur le plan de l'éthique du capitalisme.

Le risque de « fuite devant la monnaie »

Le second risque suscité par l'achat par les banques centrales d'actifs diversifiés est celui de perte de crédibilité* de la monnaie. Si une banque centrale inscrit un montant important d'actifs risqués à son bilan (ce qui peut être le cas pour les États-Unis, par exemple), les détenteurs de la monnaie concernée vont commencer à douter de sa qualité et vouloir s'en débarrasser. Il y a alors ce que l'on appelle un phénomène de « fuite devant la monnaie* » accompagné d'achats par précaution de biens ou d'actifs réels. Au départ, le mouvement est irrationnel puisque la monnaie (les billets) est dotée d'un pouvoir libératoire légal, autrement dit la loi impose que les billets soient acceptés en paiement. Mais si le mouvement de défiance s'enclenche et qu'il y a hausse des prix des biens et des actifs en raison de l'augmentation de la demande, c'est-à-dire baisse du pouvoir d'achat de la monnaie en termes de biens ou d'actifs, il s'auto-entretient car les agents économiques anticipent la poursuite de la baisse de la valeur réelle de la monnaie. Ceci peut aller jusqu'à l'hyperinflation. Les exemples de l'Allemagne des années 1920 ou plus récemment du Zimbabwe sont toujours dans les esprits (voir tableau 3.1).

Tableau 3.1. L'Allemagne des années 1920, symbole de l'hyperinflation contemporaine

Année	Indice des prix à la consommation (CPI) par an	Masse monétaire (en milliards de marks)
1918	37,78	33 106
1919	58,06	50 083
1920	113,06	81 570
1921	28,07	122 913
1922	12,69	1 294 748
1923	52,66	496 585 346
1924	- 94,31	4 274
1925	8,41	5 181

Sources : Statistisches Bundesamt Wiesbaden et Natixis.

Avant la guerre de 1914, le mark, comme la plupart des monnaies européennes, était convertible en or. Le mark-papier et le mark-or étaient donc identiques et désignaient deux formes de la même monnaie. Avec la suspension de la libre convertibilité-or, le mark-papier perdit de sa valeur car, comme tous les pays belligérants, l'État allemand finança en partie la guerre par l'émission de monnaie et la dette, provoquant de ce fait une poussée inflationniste et une fuite devant la monnaie*. Au début de 1919, les prix avaient un peu plus que doublé par rapport à l'avant-guerre et le mouvement allait s'amplifier encore à partir de

1920. Au plus fort de la crise, en 1923, le prix d'un repas au restaurant varie selon l'heure de la commande et l'heure à laquelle l'addition est présentée...

Lorsqu'à la fin de l'année 1923, le gouvernement allemand stoppera l'engrenage infernal en créant le Rentenmark, gagé sur l'économie allemande, bientôt remplacé en août 1924 par le Reichsmark défini par rapport à l'étalon-or, la masse monétaire était de 500 quintillions de marks et 1 dollar valait 4 200 milliards de marks. De cette époque, les Allemands garderont une phobie de l'inflation qui marquera pour longtemps leur approche de la politique monétaire.

Sans aller jusqu'à de telles extrémités, la « fuite devant la monnaie* » dans les économies contemporaines peut provoquer une forte hausse des prix des actifs* « refuge ». On peut penser qu'un mécanisme de cet ordre a montré le bout de son nez au printemps 2009 lorsqu'on a observé tout à coup à la fois le recul du dollar, la hausse des taux d'intérêt à long terme*, la remontée des anticipations inflationnistes et l'augmentation des prix de l'or, du pétrole, du cuivre, c'est-à-dire un report des actifs en dollars vers des actifs tangibles. Un avertissement sans frais ou l'amorce d'une tendance plus durable sur le billet vert ?

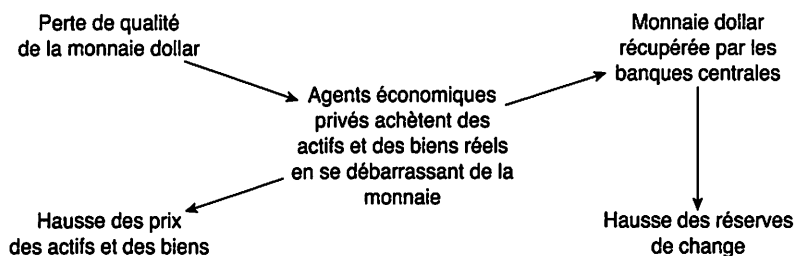
La question de la qualité des actifs en dollars se pose en raison des politiques économiques extrêmement expansionnistes menées par les États-Unis et parce que ces politiques ont effectivement dégradé la qualité des actifs détenus à la fois par le Trésor et par la Réserve fédérale (voir chapitres 1 et 2). Elle ouvre le débat sur deux points distincts : la question de la qualité de la dette publique (compte tenu de sa taille et de la détention d'actifs risqués par le Trésor) et celle de la qualité de l'actif de la Fed, donc de la monnaie dollar.

Premier point : la dégradation de la qualité de la dette publique américaine n'affecte pas le dollar, mais l'émetteur, en l'occurrence le Trésor des États-Unis. Elle n'a donc pas d'effet direct sur le billet vert, mais un effet indirect sur la qualité relative des dettes publiques et privées libellées en dollars, par le truchement d'une hausse du taux d'intérêt sur la dette publique par rapport aux taux d'intérêt sur les dettes privées. Et c'est bien ce que l'on a commencé à observer à la fin du premier semestre 2009 : une quasi-disparition des *swaps-spreads* (les taux d'intérêt des *swaps** représentent la perception qu'ont les marchés des « meilleurs » investisseurs privés, le resserrement de l'écart de taux d'intérêt entre les *swaps** et les emprunts d'État. La quasi-disparition des *swaps-spreads* exprime bien la détérioration de la qualité de la signature des États), un resserrement de

l'écart de taux entre *mortgages** et *treasuries* en 2008 et début 2009 (mais le phénomène s'inverse toutefois ultérieurement) et un resserrement des *spreads** de crédit. La qualité perçue de la dette extérieure des États-Unis s'étant dégradée, la hiérarchie des taux d'intérêt entre dette publique et dette privée est logiquement modifiée. Toutefois, cette évolution ne remet pas en cause le soutien du dollar par les banques centrales qui peuvent acheter n'importe quels actifs en dollars, y compris des actifs privés.

La seconde question qui se pose est celle de la qualité de l'actif de la Réserve fédérale avec la détention d'actifs risqués. Au-delà d'un certain stade, sa dégradation peut conduire à une détérioration de la qualité perçue du passif de la Fed, c'est-à-dire de la qualité de la monnaie dollar émise. Un tel scénario est à plusieurs étages. Dans un premier temps, seuls les agents économiques privés sont saisis par le doute, tandis que les banques centrales qui soutiennent le dollar pour les raisons déjà évoquées (voir chapitre 1) restent de marbre (voir figure 3.3). On observe bien une « fuite devant le dollar » : les agents économiques privés s'en débarrassent et achètent des biens

Figure 3.3. Les agents économiques privés et la fuite devant la monnaie (exemple du dollar)



Les agents économiques privés commencent à avoir des doutes sur la qualité du dollar. Ils s'en débarrassent pour acheter des actifs réels (immobilier, matières premières, par exemple) afin de détenir leurs avoirs sous la forme d'actifs tangibles.

(durables) et des actifs réels (immobilier, matières premières, capital des entreprises...), afin de détenir leur richesse sous la forme d'actifs tangibles – autant d'actifs dont les prix montent. Et puisque les banques centrales des pays excédentaires continuent à soutenir le billet vert, elles doivent « récupérer » les actifs en dollars, d'où la forte hausse de leurs réserves de change*. Une configuration de ce type a été observée en 2006-2007 puis au début de 2008 avec la hausse des prix des matières premières, des actions des pays émergents et des réserves de change*. Quelque chose du même ordre semblait faire sa réapparition à partir du printemps 2009, avec, par exemple, une nouvelle hausse des prix des matières premières, sans raison fondamentale.

Dans un second temps, les banques centrales des pays excédentaires commencent elles aussi à se préoccuper de la détérioration de la qualité perçue du dollar. Elles seront alors tentées de se débarrasser de leurs réserves en dollars pour acquérir d'autres devises et/ou des actifs réels, provoquant par conséquent un effondrement du billet vert. Ceci n'est toutefois pas le scénario le plus probable : on doit donc plutôt anticiper à la fois une hausse des prix des actifs* réels « refuge » (les investisseurs pouvant très bien passer rapidement de l'un à l'autre) et une certaine tenue du billet vert avec la poursuite de l'augmentation des réserves de change* des pays excédentaires.

Quelle nouvelle politique pour les banques centrales ?

Une chose est sûre, la crise a révélé au grand jour les limites de l'*inflation targeting**, autrement dit de cette stratégie qui fait du contrôle de l'inflation le seul et unique objectif d'une banque centrale. Les banques centrales avaient été formatées pour répondre aux difficultés économiques du début des années 1980 causées par les ravages de l'inflation et le laxisme de politiques monétaires peu crédibles.

La quasi-totalité des banques centrales avaient en effet adopté l'*inflation targeting**, avec comme objectif soit le contrôle de l'inflation totale (zone euro, Royaume-Uni), soit celui de l'inflation sous-jacente* (États-Unis). Mais, dans tous les cas, la pratique était la même : fixer une norme d'inflation et la faire respecter, dans un horizon compris entre un an et un an et demi, grâce à l'arme des taux directeurs*.

Cette obsession de la lutte contre l'inflation explique que les taux directeurs* des banques centrales soient restés faibles à la fin des années 1990 et sur la période 2003-2007, alors même que le crédit et le prix des actifs* augmentaient rapidement, puisque tout simplement l'inflation était restée faible. Les deux premières récessions du XXI^e siècle ont été provoquées par l'explosion successive de la bulle* sur actions au début des années 2000, puis de la bulle* immobilière en 2007. Deux à-coups terribles pour l'économie mondiale que le contrôle de l'inflation n'a absolument pas pu éviter. En outre, pour les raisons déjà évoquées (voir chapitre 1), on ne voit pas d'où pourrait revenir l'inflation. En tout cas, avant plusieurs années. La croissance mondiale devrait être en particulier trop faible pour provoquer une remontée importante des prix des matières premières. Sauf choc imprévu, il faut donc s'attendre à une inflation faible dans les grands pays de l'OCDE, inflation qui ne pourra plus guider efficacement la politique monétaire. Le monde a changé. Nous sommes désormais confrontés à une situation où l'on observe à la fois une absence durable d'inflation assortie d'une succession de crises financières, conséquences des hausses excessives de l'endettement et des prix d'actifs*. Or, on sait aussi que le crédit comme les prix d'actifs* répondent à des dynamiques spontanément instables caractérisées par des emballements à la hausse (la formation des bulles*) comme à la baisse (leur explosion). Les politiques d'*inflation targeting** n'évitent ni les bulles*, ni les crises financières, elles sont inadaptées à un monde où l'inflation, au moins pour quelques années, est structurellement faible.

Le moment est donc probablement venu de réfléchir à l'évolution de la mission des banques centrales, en se souvenant d'ailleurs qu'au moment de leur création, celle-ci consistait avant tout à améliorer le fonctionnement de l'économie et à réagir avec promptitude aux crises bancaires lorsque ces dernières se déclenchaient. Il est donc indispensable que les banques centrales revisitent les moyens de mettre en œuvre une politique qui réponde à quelques questions simples : quelle est la bonne quantité de liquidité ? Où sont les risques ? Comment éviter les crises ? Nous proposons en particulier que les banques centrales (et les gouvernements) se donnent des objectifs de suivi des prix d'actifs* et puissent contribuer d'une manière ou d'une autre à faire jouer une force de rappel. Contrairement à ce qui s'est passé au cours des derniers épisodes de bulle*, puisque dans les phases de hausse des prix d'actifs* et de croissance rapide du crédit, on n'a observé aucune réaction des banques centrales, comme le montre le niveau très bas des taux directeurs* à la fin des années 1990 ou sur la période 2002-2007. Si les marchés financiers se révèlent incapables de maîtriser une dynamique stable des prix d'actifs*, il faut que ceci soit assuré par une politique monétaire très contracyclique* du point de vue du prix des actifs* et du crédit. La politique monétaire peut agir soit indirectement, *via* les taux d'intérêt, soit directement par des achats/ventes contracycliques* d'actifs. Même si on sait bien que la capacité d'intervention des autorités monétaires est très asymétrique, puisque si les banques centrales peuvent jouer un rôle à l'achat, pour éviter les crises associées à un effondrement violent des prix, en revanche, elles sont impuissantes à contrecarrer un mouvement de hausse excessive des prix d'actifs*, car elles ne disposent pas des portefeuilles suffisants pour vendre massivement des titres en cas de besoin. D'où la nécessité de revoir plus fondamentalement la politique des banques centrales et en particulier de réfléchir aux moyens de mieux contrôler en amont les évolutions de prix d'actifs*. Ceci conduit à méditer sur les objectifs que se sont traditionnellement donnés les banques centrales et aux moyens de les faire évoluer.

Nous pensons que la solution consiste d'abord à introduire un objectif de croissance du crédit comme il y a un objectif d'inflation. L'objectif d'inflation est difficile à définir : il faut tenir compte à la fois des écarts de gains de productivité entre industrie et services (qui augmentent l'inflation par la hausse du prix relatif des services), de l'évolution des prix relatifs des matières premières (qui reflètent leur rareté et non un risque inflationniste) et de l'éventuelle convergence internationale des niveaux de prix. Un objectif forfaitaire de croissance du crédit n'est donc pas forcément beaucoup plus difficile à formaliser qu'un objectif d'inflation. Et contrôler le crédit conduit implicitement au contrôle des prix d'actifs*, compte tenu des liens qui existent entre endettement et prix d'actifs*.

Pour augmenter l'efficacité de la politique monétaire, on peut aussi imaginer accroître le nombre d'instruments en utilisant non seulement les taux d'intérêt à court terme*, mais aussi les taux de réserves obligatoires ou les ratios de capital sur les différents types de crédit. Ceci permet notamment de réagir à une situation où l'on constate la croissance excessive d'une forme de crédit par rapport aux autres : par exemple, à partir de 2002, la croissance trop rapide du crédit aux ménages, mais pas forcément du crédit aux entreprises ou encore, en zone euro, la croissance excessive du crédit dans un pays mais pas dans les autres... En complément, la politique budgétaire peut également être mise à contribution, par exemple en jouant sur la déductibilité des intérêts d'emprunt immobilier ou en taxant davantage les plus-values en capital dans les pays où il y a une bulle* immobilière...

En définitive, la dynamique naturellement instable du crédit et des prix d'actifs* nous semble imposer aux banques centrales de passer à un objectif final de contrôle du crédit et des prix d'actifs*. Ceci peut se faire par la définition d'un objectif forfaitaire de croissance du crédit (ce qui, en réalité, n'est pas tellement plus compliqué que de se donner un objectif forfaitaire de croissance des prix), par

la multiplication des instruments de politique monétaire (taux d'intérêt, réserves obligatoires et ratios de capital spécifiques), sans oublier le cas échéant l'arme de la politique fiscale. Pour autant, dans un monde globalisé, où la liquidité, les flux financiers, les biens circulent librement, la redéfinition de politiques monétaires efficaces ne peut être féconde que dans le cadre d'une coopération internationale volontariste dans une période où, « naturellement », la tentation du chacun-pour-soi monétaire est omniprésente.

Quelle réforme du système monétaire international ?

La crise a déclenché toute une série de mesures nationales, à commencer par des mesures de politiques monétaires, afin de désamorcer le risque de récession. Pour autant et en dépit de plusieurs tentatives de régulation, voire de réforme du système monétaire international (SMI), un grand nombre de questions demeurent en suspens. Deux années et demie après le début de la crise en août 2007, aucune solution probante n'a été adoptée pour le contrôle de la liquidité mondiale* et de l'ajustement des déséquilibres internationaux.

Depuis l'apparition de la crise, le passage d'un cadre institutionnel international (Bretton Woods I) à un système fragile caractérisé par un équilibre improbable entre les pays à forts excédents et les pays à forts déficits d'épargne (on verra plus loin pourquoi ce système peut être baptisé « Bretton Woods inversé ») met plus que jamais en lumière la nécessité d'instaurer une coopération internationale sur la question

de la monnaie et des changes. Or, jusqu'à preuve du contraire, on a surtout observé la mise en place de stratégies non coopératives (injections massives de liquidités* dans les économies des grands pays occidentaux, régime de change chinois, etc.), assorties de quelques modestes actions multilatérales (lignes de crédit et *swaps**) et d'une rafale de propositions plus ou moins crédibles sur une éventuelle réforme du système monétaire international.

Les défauts du système monétaire international sont connus : dès lors que le dollar est *de facto* la monnaie de réserve (en 2009, 63 % des réserves de change* étaient en dollars) et la monnaie de facturation dominante de l'économie mondiale (49 % du commerce mondial en 2005), les États-Unis jouent de ce privilège de « seigneuriage* » pour s'affranchir des contraintes généralement imposées par le nécessaire rééquilibrage des comptes extérieurs. Ils s'autorisent en permanence un déficit extérieur excessif qui « fabrique » à son tour une dette extérieure importante, mais finançable à des taux d'intérêt défiant toute concurrence grâce au rôle du dollar comme monnaie de réserve internationale. Et, on l'a assez dit et répété, comme les banques centrales des pays excédentaires jouent un rôle de plus en plus important dans le financement de ce déficit *via* l'accumulation de réserves de change*, la liquidité mondiale* augmente trop rapidement. Un cocktail qui ne fut pas pour rien dans le déclenchement de la très grave crise financière dont l'économie mondiale n'est pas encore sortie. Voilà pourquoi tout l'enjeu des mois et des années qui viennent porte sur la question de savoir s'il sera possible de mieux contrôler la création monétaire mondiale, de mieux réguler les flux financiers et l'évolution des changes et quelles sont les pistes pour y parvenir.

À l'origine, le système de Bretton Woods comportait une force de rappel : un pays dont la monnaie s'affaiblissait (avec des déficits extérieurs, des sorties de capitaux) devait impérativement la stabiliser (voir encadré). Dans un premier temps, il pouvait toujours

BRETTON WOODS À L'ENDROIT, OU LA CONSÉCRATION DE L'HÉGÉMONIE DU DOLLAR

Signés le 22 juillet 1944 à Bretton Woods aux États-Unis, les accords de Bretton Woods tirent les conséquences de la période de l'entre-deux-guerres, marquée par une absence totale de coopération monétaire internationale et une série de dévaluations des principales monnaies des pays développés. Il entérine surtout définitivement l'hégémonie de l'économie américaine et donc du dollar, prenant acte en quelque sorte de la perte d'influence des économies européennes épuisées par deux guerres mondiales.

Le système de Bretton Woods repose sur les principes suivants :

- un système de change fixe sur le principe du Gold exchange standard (les parités des monnaies sont fixées par rapport à l'étalon-or, mais une seule monnaie, le dollar, est convertible en or à la parité de 35 dollars pour 1 once d'or) ;
- le dollar étant la seule monnaie convertible en or, il devient la monnaie de règlement des paiements internationaux (cette convertibilité est garantie par le fait qu'en 1944, les États-Unis détiennent les trois quarts des réserves en or de la planète) ;
- la création du Fonds monétaire international (FMI) qui se voit attribuer trois missions : la stabilisation des monnaies, le

financement des déficits des balances de paiement, le conseil auprès des pays bénéficiaires des prêts du FMI afin qu'ils mettent en place des politiques d'ajustement structurel ;

- la création de la Banque mondiale dont l'action était destinée dans un premier temps à faciliter la reconstruction européenne et qui a peu à peu réorienté sa mission vers le financement des pays en développement.

La remise en cause du système de Bretton Woods viendra de la perte de confiance des agents économiques de la planète dans la valeur du billet vert. Aucun contrôle n'ayant été instauré sur la quantité de dollars émis, les États-Unis ont la possibilité de laisser filer leurs engagements sur les comptes extérieurs. Dans les années 1960, une inflation de dollars se répand dans l'économie mondiale, notamment du fait des dépenses considérables liées à la guerre du Vietnam et à la conquête spatiale. La défiance vis-à-vis du billet vert s'installe. Elle se traduit par la multiplication des demandes de conversion des stocks de dollars détenus par les banques centrales du monde entier en or. Le 15 août 1971, le président américain Richard Nixon prend la décision de suspendre la convertibilité-or du

dollar, ce qui marque *de facto* la fin du système. Le système des taux de change* fixes s'écroulera définitivement en mars 1973 avec l'adoption du régime des changes flottants. Le 8 janvier 1976, les accords de la Jamaïque confirment

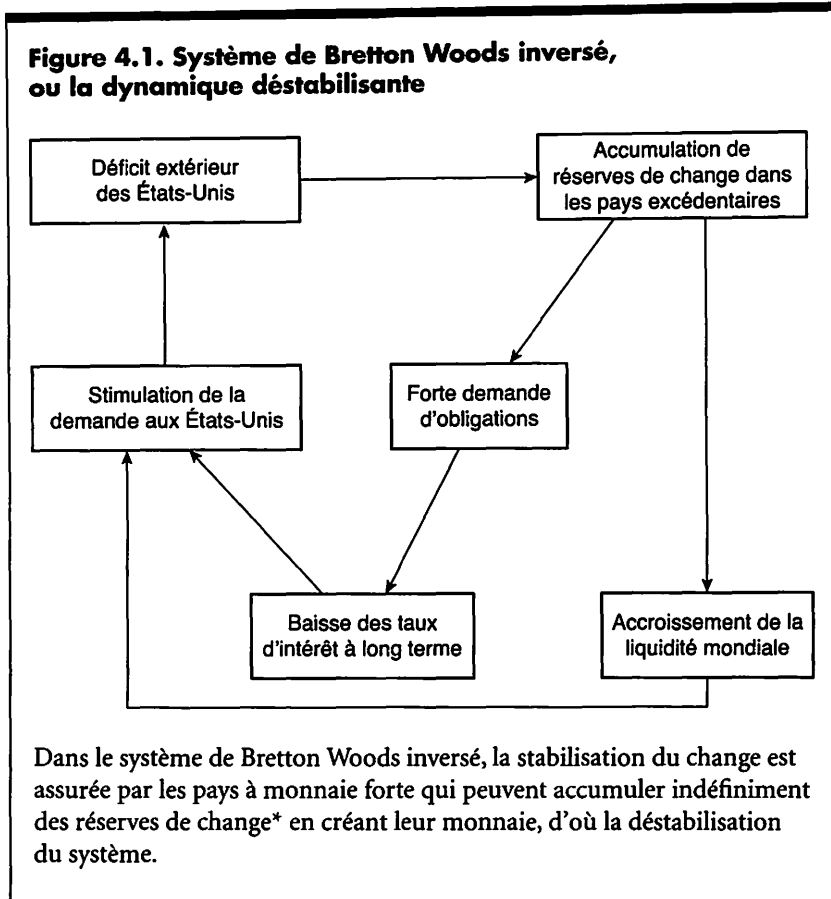
officiellement l'abandon du rôle international de l'or. Le refus des États-Unis de mettre en œuvre une politique monétaire susceptible de rééquilibrer ses comptes extérieurs a finalement eu raison du système monétaire international organisé.

espérer le faire en jetant ses réserves de change* dans la bataille, mais, si abondantes soient-elles, les réserves étant par définition limitées, il était rapidement contraint de prendre des mesures structurelles de rééquilibrage, de mettre en œuvre une politique monétaire plus restrictive*, voire de dévaluer sa monnaie pour obliger les acteurs de l'économie nationale à épargner davantage. Le système a craqué lorsque les États-Unis ont refusé précisément de mener une politique monétaire plus restrictive* pour stabiliser le dollar après les années 1960-1970. C'est d'ailleurs la même logique qui a fait exploser le système monétaire européen en 1992-1993 lorsque l'Italie, l'Espagne et le Royaume-Uni ont rechigné à mettre en œuvre la politique monétaire qui leur aurait permis de maintenir leurs devises respectives à parité avec le Deutsche mark. Le système de Bretton Woods imposait un biais restrictif. Il en est mort.

Le système qui lui a succédé fonctionne dans l'autre sens. Pour cette raison, on l'a baptisé « système de Bretton Woods inversé ». Lorsque les États-Unis affichent un déficit extérieur, les pays excédentaires (pays émergents d'Asie, pays exportateurs de pétrole) achètent des actifs en dollars et engrangent des réserves de change* pour soutenir le billet vert. Pékin a ainsi accumulé de fabuleuses réserves de change*, les plus importantes du monde, pour un montant de plus de 2 100 milliards de dollars, et les pays producteurs de pétrole environ 500 milliards de dollars (chiffre datant de début juillet 2009). On a parfois entendu qu'il s'agirait là du résultat d'une attraction aussi légitime qu'irrésistible du capital mondial vers les

États-Unis (grâce au niveau technologique, au financement de l'innovation, à la profondeur des marchés financiers). Nous pensons surtout qu'il s'agit de l'attraction forcée des flux de capitaux internationaux vers les États-Unis afin de stabiliser les taux de change*. Un système où le dollar est à la fois monnaie de réserve et monnaie de facturation dominante permet en effet, on l'a dit, aux États-Unis d'utiliser sans complexe son droit de seigneurage*, autrement dit d'afficher en permanence un déficit extérieur excessif (6 % de PIB début 2009), lequel se traduit finalement par une dette importante (17 000 milliards de dollars de dette extérieure brute début 2009), mais aisément finançable grâce au rôle du billet vert comme monnaie de réserve internationale (à la fin de 2009, l'emprunt d'État à dix ans tournait autour de 3,2 %). La dette extérieure américaine est détenue, jusqu'à preuve du contraire sans difficulté particulière, soit par des investisseurs privés qui accumulent la monnaie de réserve mondiale, soit par les banques centrales qui engrangent ces actifs en dollars dans leurs réserves de change* pour éviter la chute de la monnaie américaine et, du même coup, l'appréciation intempestive de leur propre monnaie. Cette accumulation de réserves en dollar pour éviter sa dépréciation n'a été interrompue que brièvement pendant l'hiver 2008-2009, lorsqu'au plus fort de la crise, la bouffée d'aversion pour le risque a été telle qu'elle a provoqué un rapatriement de capitaux des pays émergents vers les États-Unis. Mais très vite, dès le deuxième trimestre 2009, le besoin d'accumulation de réserves pour soutenir le billet vert est réapparu. Et puisque ce sont les pays dont les devises sont fortes qui créent de la monnaie à cet effet, le système présente cette fois un biais expansionniste, car l'accumulation de réserves ne peut être stérilisée* si elle doit avoir un effet durable sur les taux de change*. Il produit un accroissement de la liquidité mondiale* qui paraît irrésistible et permet aux États-Unis de financer leurs dettes dans de bonnes conditions (en raison de l'importance des achats d'obligations par les banques centrales), ce qui incite les Américains à consommer encore davantage, d'où un nouvel accroissement du déficit extérieur... Un engrenage

dont on a pu observer les ravages au cours des dernières années (voir figure 4.1).



Comment mieux contrôler l'offre de monnaie mondiale ?

L'urgence est donc de réfléchir aux conditions de mise en œuvre d'un système plus équilibré, moins déstabilisant, susceptible de favoriser une croissance mondiale plus harmonieuse grâce à la réduction

des risques de déséquilibre et à une meilleure allocation de l'épargne. Sur toutes ces questions qui mettent en jeu les politiques économiques, donc *in fine* la souveraineté de tel ou tel pays, et où l'on cherche à imaginer les contours d'un nouvel arrangement institutionnel pour mieux faire fonctionner l'économie-monde, il y a évidemment le souhaitable et le possible. Et l'un est souvent fort éloigné de l'autre.

Au chapitre du « souhaitable » ou, en tout cas, des réflexions menées par les gouvernements comme par les différentes instances internationales sur ce à quoi pourrait ressembler un « nouveau Bretton Woods », un certain nombre de pistes ont été tour à tour évoquées, voire explorées au cours des derniers mois.

La première est celle de la création d'une monnaie de réserve artificielle, dont l'offre serait contrôlée par une institution internationale indépendante, le Fonds monétaire international ou l'ensemble des banques centrales par exemple. L'occasion pour ses prosélytes de remettre en selle le DTS (droit de tirage spécial) – le DTS étant défini comme un panier de monnaies – qui avait déjà connu une (brève) heure de gloire dans les années 1970 (voir encadré). On connaît en effet les avantages d'une monnaie artificielle : une parité de change plus stable puisqu'il s'agit d'un panier de monnaies, une quantité de monnaie offerte contrôlée et, *in fine*, le fait qu'aucun pays ne puisse dans ce cas de figure user du privilège de la monnaie de réserve. Avec les DTS, ou toute autre monnaie artificielle, on pourrait donc en théorie contrôler l'offre de liquidité mondiale* qui ne dépendrait plus du déficit extérieur américain. Cette fois-ci, ce sont les Chinois qui, les premiers, ont remis les DTS sur le tapis de la discussion internationale, tandis que le G20 de Londres, en avril 2009, décidait de procéder à une allocation de DTS.

Séduisante à première vue, la piste souffre toutefois de sérieux handicaps. D'abord, la taille de la dette extérieure brute des

LES DTS

Le droit de tirage spécial (DTS) a été créé par le FMI en 1969 pour soutenir le système de parités fixes de Bretton Woods. Tout pays adhérent au système devait disposer de réserves officielles – avoirs en or de l'État ou de la banque centrale et devises largement acceptées – qui pouvaient servir, le cas échéant, à racheter sa monnaie nationale sur les marchés des changes internationaux, afin de soutenir son taux de change*. Mais comme l'offre internationale des deux grands avoirs de réserve, l'or et le dollar américain, s'est révélée insuffisante pour étayer l'expansion du commerce et l'évolution financière auxquelles on assistait alors, la communauté internationale a décidé de créer un nouvel avoir de réserve mondial sous les auspices du FMI, dont la valeur initiale fut fixée à 0,888671 gramme d'or fin, ce qui correspondait alors à 1 dollar. Mais, quelques années à peine après la création du DTS, le système de Bretton Woods s'est effondré et les grandes monnaies sont passées à un régime de taux de change* flottants. En outre, l'expansion des marchés de capitaux internationaux permettait désormais aux gouvernements

solvables d'emprunter plus facilement. Une double évolution qui a tout à coup réduit l'intérêt présenté par le DTS. Aujourd'hui, son rôle (depuis 1973, sa valeur est définie par rapport à un panier de monnaies dont la composition est revue tous les cinq ans^a et qui comprend actuellement le dollar, l'euro, la livre sterling et le yen) se limite à celui d'un avoir de réserve parmi d'autres. Il sert principalement d'unité de compte au FMI et à certains autres organismes internationaux. Le DTS n'est pas une monnaie et il ne constitue pas non plus une créance sur le FMI. Il représente en revanche une créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres. Les détenteurs de DTS peuvent se procurer ces monnaies en échange de DTS de deux façons : d'une part, sur la base d'accords d'échange librement consentis entre pays membres ; d'autre part, lorsque le FMI désigne les pays membres dont la position extérieure est forte pour acquérir des DTS de pays membres dont la position extérieure est faible.

(a) La prochaine révision est programmée pour fin 2010.

États-Unis est telle (près de 17 000 milliards de dollars) que celle-ci ne peut être reconvertie dans une autre monnaie que le dollar. Ensuite, contrairement à ce qui se passait dans les années 1970, période qui vit apparaître pour la première fois le concept, l'essentiel des flux de capitaux internationaux n'est plus constitué de capitaux publics, mais de capitaux privés (investissements directs, investissements en portefeuilles, flux de capitaux à court terme), ce qui modifie sensiblement la donne. Lorsque, comme dans les années 1970, les mouvements de capitaux privés sont limités, le système de monnaie artificielle n'a en effet aucun mal à imposer sa discipline : quand un pays affiche un déficit extérieur chronique, il est contraint soit de dévaluer sa devise, soit de prendre des mesures d'ajustement (autrement dit, de mettre en œuvre une politique monétaire et/ou une politique budgétaire plus restrictives*), puisqu'il perd ses réserves en DTS. En revanche, si les flux de capitaux privés sont importants, il pourra toujours financer son déficit extérieur en vendant des actifs dans sa monnaie aux investisseurs privés. C'est ainsi que, hormis les périodes de crise aiguës où les investisseurs non résidents sont tétanisés et n'achètent plus rien... ou presque, ils sont massivement acheteurs d'actifs libellés en dollars, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations privées (ce qui inclut les produits financiers complexes). La contrainte associée au niveau limité des réserves en DTS ne jouerait donc pas dans les périodes de croissance où les États-Unis, par exemple, pourraient financer leur déficit extérieur sans difficulté aucune. Enfin, pour des investisseurs privés, la formule du DTS présente en outre un handicap majeur : autant les investisseurs publics peuvent convenir de détenir des réserves en DTS créées *ex nihilo*, autant ils préfèrent acheter de « vrais » actifs émis par des institutions financières ou des entreprises susceptibles de se prévaloir d'une qualité de signature, de projets prometteurs... Pour toutes ces raisons, la monnaie artificielle, DTS ou panier de monnaies, ne paraît pas adaptée à un système où les flux de capitaux privés dominant.

Même sa variante, un système à plusieurs monnaies de réserve, serait probablement inefficace. Elle n'apporterait pas de solution au problème du réglage de l'offre de monnaie de réserve, ni de la croissance de la liquidité mondiale*. En outre, elle irait de pair avec la multiplication des coûts de conversion dès lors que le billet vert est la monnaie dominante dans la facturation du commerce mondial. Elle augmenterait enfin forcément la volatilité* des taux de change* entre ces monnaies en fonction des chocs locaux ou des anticipations de rendement, comme on l'a vu d'ailleurs entre le dollar et l'euro dans la période récente (la volatilité* implicite dollar/euro a énormément augmenté depuis août 2007).

Enfin, il faut dire au passage un mot sur la piste, parfois évoquée, d'un retour à l'or : une piste sans issue dans la mesure où le niveau des réserves de change* mondiales (plus de 6 000 milliards de dollars) ne peut être investi en or sans provoquer une explosion du prix, compte tenu du stock disponible (moins de 30 000 tonnes). Ajoutons que l'offre de l'actif de réserve (l'or) ne peut être contrôlée, ce qui implique de violentes fluctuations de son prix, fluctuations que l'on observe déjà aujourd'hui alors que le métal jaune ne joue qu'un rôle mineur de monnaie de réserve. Enfin, au nom de quoi accorder un tel privilège aux pays producteurs ?

À quoi pourrait ressembler un système monétaire international « optimal » ?

En fait et bien qu'actuellement de multiples travaux et propositions remettent plus que jamais en cause l'hégémonie du dollar, il apparaît que la première caractéristique d'un système monétaire international (SMI) optimal suppose sans doute que le dollar demeure « la » monnaie de réserve. L'avantage d'un tel arrangement est sa simplicité ainsi que l'absence de coûts de transaction (de conversion). Le système de monnaie de réserve unique est en effet très efficace à une condition toutefois, et de taille : que le pays qui l'émet soit capable de s'autodiscipliner.

C'est là la deuxième caractéristique d'un SMI optimal : si les États-Unis sont, une fois pour toutes, le seul pays qui émet la monnaie de réserve mondiale, il faut que la quantité de monnaie disponible dans le reste du monde soit « convenable ». Cela signifie qu'ils doivent accepter de faire croître leur dette extérieure à un rythme compatible avec la demande de dollars dans le reste du monde et donc renoncer du même coup au « seignuriage* international », c'est-à-dire à l'utilisation de la dépréciation du taux de change* pour rétablir leur solvabilité externe (capacité à financer sans difficulté son déficit extérieur ou, autrement dit, à acheter des biens au reste du monde en les payant par des actifs en dollars qu'ils émettent eux-mêmes, le privilège de la monnaie de réserve), sauf à miner la confiance de la planète finance dans la monnaie de réserve. Le rétablissement de la confiance dans le billet vert imposerait donc théoriquement aux États-Unis la mise en place de politiques économiques de nature à réduire le rythme d'accumulation de la dette extérieure (politique monétaire moins expansionniste* avec des taux d'intérêt supérieurs au taux de croissance et une politique budgétaire plus économe des deniers publics).

Enfin, la troisième caractéristique d'un SMI optimal est intimement liée à la deuxième : pour contrôler la liquidité mondiale* disponible et empêcher qu'elle augmente trop vite, les pays émergents et exportateurs de pétrole doivent lutter contre la sous-évaluation réelle de leur devise et accepter une appréciation réelle plus rapide que celle que l'on a observée au cours des dernières années, ce qui entraînerait une moindre accumulation de réserves. Or, aujourd'hui, certains pays soit stabilisent leur taux de change* par rapport au dollar (Russie, Amérique latine, pays émergents d'Asie), soit sont carrément en régime de change fixe par rapport à la monnaie américaine (Chine, pays de l'OPEP) : il existe une « zone dollar » qui regroupe de fait les États-Unis, la Chine, la plupart des pays de l'OPEP (Moyen-Orient, Venezuela). L'appartenance à cette zone force les pays membres à stabiliser leur monnaie par rapport

au billet vert pour éviter l'appréciation qui viendrait du déficit américain vis-à-vis de ces pays (en 2008, la balance commerciale américaine affichait un déficit de quelque 200 milliards de dollars vis-à-vis de la Chine). En définitive, on voit bien qu'à l'heure actuelle, chacun s'en remet aux autres du soin de supporter l'ajustement.

Une réforme du système monétaire international passe donc par la définition d'un système qui ne présenterait ni biais restrictif, ni biais expansionniste, mais serait en quelque sorte équilibré, c'est-à-dire coopératif en matière de politique monétaire. Lorsqu'un pays est confronté à un affaiblissement anormal de sa devise, il devrait mettre en œuvre une politique monétaire plus restrictive*, tandis que les pays dont les monnaies s'apprécient pratiqueraient, eux, une politique monétaire plus expansionniste*. Une approche concertée des politiques monétaires favoriserait le retour des balances courantes vers l'équilibre et l'offre d'une quantité raisonnable de liquidité nécessaire à la croissance de l'économie mondiale, en contrôlant l'offre de monnaie mondiale ou, plus simplement, l'offre de la monnaie qui sert de monnaie d'échange internationale – autrement dit, aujourd'hui et sans doute pour longtemps, le dollar.

Pas besoin toutefois d'être grand clerc pour imaginer que ce SMI « optimal » relève davantage du fantasme que de la réalité (même si la réflexion qui y conduit est parfaitement raisonnée). Car si de multiples réflexions agitent aujourd'hui les *think tanks* du monde entier, il faut bien le dire, le système monétaire international ressemble assez peu au monde des Bisounours. Et ces réflexions restent toutes théoriques car, dans la « vraie vie », chacun sait qu'il est totalement illusoire d'espérer voir rapidement les différents acteurs de ce scénario, à commencer par la Chine et les États-Unis, couple central des années à venir, adopter « spontanément » une approche de cette nature, susceptible de fragiliser, voire de mettre en péril ce que chacun considère comme son pré carré et, plus encore, comme l'intérêt

supérieur de la nation... Des comportements où se mêlent toujours des considérations à la fois économiques, financières, géopolitiques, sans oublier les contingences de politique intérieure.

Le face-à-face Chine/Amérique, l'Europe impuissante

Ainsi, l'incapacité chronique de Washington depuis trente ans à discipliner sa politique économique afin de réguler ses comptes extérieurs n'est pas sur le point d'être surmontée. Les orientations de politique monétaire et budgétaire récemment imposées par la violence de la crise financière augurent mal de la mise en place d'une discipline nouvelle. Au contraire, l'Amérique utilise plus que jamais sa capacité à faire financer son déficit extérieur par le reste du monde, afin de mettre en place et de financer un programme de relance agressif.

Au début de l'été 2009, Tim Geithner, le secrétaire d'État au Trésor de Barack Obama, et Larry Summers, le patron du National Economic Council, ont pourtant fait un effort pour mettre du baume au cœur des tenants d'une évolution structurelle du « modèle » américain, en déclarant solennellement que le taux d'épargne* des ménages américains allait remonter durablement et que ce « modèle » serait bientôt rééquilibré avec une économie américaine désormais davantage orientée vers les exportations que la demande intérieure. Summers a même ajouté que cette « nouvelle économie » américaine serait plus durable, moins consommatrice d'énergie, davantage axée sur le « bio » et le software que sur la finance et, pour finir, plus clémentes envers la classe moyenne et moins centrée sur une minorité de la population... Il est clair en tout cas que la mutation du « modèle américain » aurait une incidence heureuse sur la nature des besoins de financement des États-Unis (moins de financement des ménages, davantage de financement des entreprises et des infrastructures), dans la mesure où elle supposerait un changement de nature des flux de

capitaux qui se dirigent vers les États-Unis (moins de capitaux banques centrales, davantage de capitaux privés), donc aussi sur le niveau de la création monétaire...

Il ne nous reste donc plus qu'à faire un rêve... Imaginer qu'effectivement, l'épargne des ménages américains va remonter durablement (au premier semestre 2009, le taux d'épargne* net des ménages avait déjà grimpé à 7 %, quand il était encore à zéro il n'y a pas si longtemps), une hypothèse plausible compte tenu de leur endettement excessif, de la nouvelle prudence des banques et de la baisse du prix des actifs*. En revanche, le scénario où les États-Unis remplaceraient la demande intérieure par les exportations paraît sensiblement plus audacieux, car le sous-investissement chronique en équipements industriels, en infrastructures qui handicape l'économie américaine ne se compensera pas en un jour, de même que la faiblesse structurelle des exportations américaines vers les pays à croissance forte (elles représentent à peine l'équivalent de 3 % de PIB en valeur vers l'ensemble des pays émergents, y compris la Russie et l'OPEP). Il faudrait sans doute le renfort d'une belle dépréciation du dollar pour donner une certaine crédibilité à ce scénario. Or, l'hypothèse est pure fiction tant que la Chine et les pays de l'OPEP lieront leur monnaie au billet vert. Il y a donc fort à parier qu'en tout cas à un horizon raisonnable, cette expression nouvelle de la « bonne conduite » (l'autodiscipline de la croissance du déficit extérieur) n'est pas près de se concrétiser, en dépit de la bonne volonté affichée de l'administration Obama.

La stratégie de la Chine, en effet, est loin d'être limpide. Pékin a pris diverses initiatives qui pourraient inciter à croire que le gouvernement chinois souhaite promouvoir une autre monnaie de réserve ou de commerce international que le dollar. Il a lancé un appel pour la création de DTS. Il a aussi commencé à favoriser l'usage du renminbi comme monnaie commerciale en Asie et conclu différents accords de *swap** entre le renminbi et la monnaie nationale d'un

certain nombre de pays (Hong Kong, Corée du Sud, Malaisie, Biélorussie, Indonésie, Argentine) pour que ceux-ci achètent des produits chinois en renminbi.

Pour autant, l'hypothèse selon laquelle la Chine souhaiterait vraiment voir émerger un substitut au dollar ne paraît ni réaliste, ni crédible pour plusieurs raisons. La perte du statut de monnaie de réserve provoquerait un retrait de capitaux des États-Unis et une forte dépréciation du billet vert, ce qui n'est certainement pas dans l'intérêt de la Chine qui enregistre alors des pertes en capital sévères sur ses réserves de change* et verrait à nouveau son industrie s'affaiblir dans le sillage d'une réduction de ses exportations (en juillet 2009, le chiffre des exportations chinoises en valeur a baissé de 23 % par rapport à celui de juillet 2008). Or, telle est la logique d'une montée en puissance du renminbi comme monnaie de facturation dans la zone Asie, puisque si le rôle du dollar dans la facturation du commerce mondial est réduit, la demande de dollars va diminuer et que, par ailleurs, même si la monnaie chinoise n'est pas convertible, un statut de monnaie de facturation commerciale lui ménagerait une place dans les réserves de change* au détriment du dollar. En effet, une des raisons de la détention de réserves de change* est d'assurer la capacité à financer les importations et à stocker une partie du revenu des exportations sans prendre de risque de change. Mais une telle dépréciation programmée du dollar est en totale contradiction avec le maintien du lien renminbi/dollar, dans la mesure où celui-ci imposerait à Pékin d'accumuler encore davantage de réserves de change* en dollar... Vouloir à la fois accroître le rôle de la monnaie chinoise comme monnaie de facturation du commerce extérieur et stabiliser le taux de change* renminbi/dollar est tout simplement contradictoire. À ces arguments, on pourrait encore ajouter que, dans l'hypothèse d'une montée en puissance du renminbi, pour que la monnaie chinoise puisse prétendre au statut de concurrent sérieux du dollar, encore faudrait-il qu'il soit convertible. Or, ceci est très difficile à envisager avant plusieurs années,

compte tenu de l'ampleur du risque d'entrées ou de sorties massives de capitaux que susciterait la convertibilité dans l'état actuel des choses (taille de l'économie et des marchés financiers insuffisante, nature de l'épargne domestique). Les différentes initiatives prises par Pékin depuis le début de 2009 relèvent donc sans doute davantage de la volonté de faire pression sur les États-Unis, afin d'obtenir une gestion plus « sérieuse » du dollar au moment où l'on observe déjà une réouverture du déficit commercial des États-Unis et une nouvelle hausse des réserves de change* chinoises. Inutile de préciser que ces pressions ont bien peu de chances d'être couronnées de succès.

Pays émergents, les « *corner solutions* » remises en cause

Cette réflexion sur l'évolution des grandes monnaies du monde est essentielle pour essayer d'imaginer comment mieux contrôler l'offre de monnaie mondiale. Et c'est le premier défi de la sortie de crise. Mais une autre question épineuse devra également être traitée si les dirigeants de la planète veulent doter l'économie mondiale d'un système monétaire plus stable et plus efficace : celle de la volatilité* excessive des monnaies des pays émergents.

Après les grands désordres provoqués par les crises de change des années 1990, on avait cru avoir ouvert une voie avec ce que les experts ont baptisé les *corner solutions* (les solutions extrêmes). Un consensus s'est en effet dégagé aussi bien chez les experts que dans les institutions internationales en faveur soit de l'ancrage* « dur » (dollarisation, union monétaire ou *currency board**), soit du flottement libre pour les pays émergents, considérant que les régimes d'ancrage* « souples »¹, appelés aussi « régimes intermédiaires »,

(1) Cette catégorie comprend l'ancrage fixe conventionnel à une devise, l'ancrage fixe conventionnel à un panier, la bande horizontale, l'ancrage glissant, la bande glissante et le flottement étroitement contrôlé.

étaient voués à l'échec dans un contexte d'intégration croissante des pays émergents aux marchés financiers internationaux. Un certain nombre de travaux empiriques ont en effet montré que, dans ces pays, les régimes intermédiaires étaient davantage sujets aux crises de change que les autres. Toutefois, on est en train de s'apercevoir que ces « régimes extrêmes » ne fonctionnent pas davantage, mais sont au contraire eux aussi porteurs de graves déséquilibres.

En régime de taux de change* (très) fixes, l'économie du pays émergent qui a opté pour cette solution a par définition la politique monétaire du pays auquel elle s'est liée. Autrement dit, pour prendre un exemple dans l'Union économique et monétaire (UEM), les taux d'intérêt en Estonie, en Lettonie ou en Bulgarie sont ceux de la zone euro, tout comme les taux d'intérêt en Équateur ou à Hong Kong correspondent aux taux d'intérêt américains... Or, ces taux d'intérêt sont à l'évidence totalement inadaptés à des économies émergentes en croissance forte. Quand en Bulgarie, la croissance nominale tourne autour de 20 % l'an contre 4 % en zone euro, il est impossible d'avoir les mêmes taux d'intérêt, sauf à encourager l'hyperendettement et finalement l'hyperinflation. Dans un tel système, il n'y a plus en effet à redouter les attaques spéculatives, mais la formation de terribles bulles* de crédit.

Le régime de taux de change* parfaitement flexibles est choisi, lui, pour décourager les capitaux spéculatifs, en fabriquant du risque de change. Les expériences du Brésil, de la Corée, de l'Inde ou de la Russie, par exemple, montrent toutefois que ce n'est pas si simple. Tant que tout va bien, les capitaux entrent, car les taux sont rémunérateurs et, comme les capitaux entrent, la monnaie s'apprécie. Mais il suffit souvent d'un incident pour que les investisseurs prennent peur, ils se retirent alors brutalement, la monnaie se déprécie et les taux de change* et les flux de capitaux connaissent des oscillations de grande amplitude. Finalement, la flexibilité des changes n'a absolument pas découragé les capitaux spéculatifs.

Autant dire que la doctrine dite des *corner solutions* a aujourd'hui du plomb dans l'aile. Les changes fixes, s'ils sont crédibles, imposent aux pays émergents des politiques monétaires (des niveaux de taux d'intérêt) totalement inadaptées à leur situation économique, d'où en général le risque de dérive inflationniste et de perte de compétitivité. Quant aux changes parfaitement flexibles, ils n'ont pas fait apparaître, contrairement à ce que suggéraient leurs promoteurs, du risque de change suffisamment effrayant pour limiter la taille des flux de capitaux, mais ont au contraire entraîné l'apparition de flux déstabilisants et procycliques* très violents. Il n'y a donc actuellement plus de doctrines des grandes institutions internationales sur la question de la volatilité* des changes et des politiques monétaires des pays émergents. Ce qui n'est pas non plus de nature à faciliter l'amélioration du fonctionnement du système monétaire international.

Pour le moment, comme la crise a provoqué de fortes variations des taux de change* dans les pays émergents, la tendance, surtout pour les pays qui ont de la dette extérieure en devises, les incite plutôt à rechercher l'ultrafixité des changes, quitte à s'accommoder de politiques monétaires totalement inadaptées et à favoriser l'émergence d'un monde de grands blocs monétaires assez peu coopératifs (voir encadré). Aux yeux de bien des pays d'Europe centrale, par exemple, l'« euroïsation » semble devoir être la solution privilégiée, même si objectivement ce n'est certainement pas la meilleure. Il vaudrait sans doute mieux réduire la taille des flux internationaux pour permettre aux pays émergents de mettre en œuvre une politique monétaire autonome en changes flexibles. Celle-ci pourrait être obtenue *via* la taxation des entrées de capitaux, la mise en place d'une exigence en capital élevée pour les fonds d'investissement ou la limitation du levier* d'endettement des investisseurs. Mais le scénario le plus probable reste la poursuite de la volatilité* des devises des pays émergents.

Un an après le coup de tabac de l'automne 2008, où le système monétaire international a failli être emporté, l'espoir de voir se

VERS DES BLOCS MONÉTAIRES RÉGIONAUX ?

Dans les périodes de « sortie de crise » financière, il est fréquent que l'on annonce à grands renforts de trompette une coopération monétaire internationale accrue. Certaines formes de coopération, c'est vrai, ont été mises en œuvre, notamment à l'occasion du G20 du 2 avril 2009 : moyens accrus pour le FMI, lignes de crédit à des pays en difficulté (Hongrie, Islande, Corée...), accroissement des lignes de *swaps** entre banques centrales permettant des interventions croisées en devises (*repos** en dollars de la BCE...), etc. Mais l'expérience doit inciter à la prudence : les récessions provoquent en général des réflexes monétaires non coopératifs. En particulier, la pratique courante est à l'utilisation de politiques monétaires expansionnistes*, qui débouche sur une dépréciation unilatérale des devises en cas de difficultés économiques. La crise actuelle n'échappe pas à la règle : on a vu apparaître en 2009 les premiers signes de ce chacun-pour-soi monétaire (ce que les experts appellent encore la « politique du passager clandestin ») : de la politique monétaire extraordinairement expansionniste* des États-Unis et,

dans leur sillage, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon, à la dépréciation plus ou moins organisée selon les cas des devises des grands pays émergents. Par ailleurs, un certain nombre de petits pays souffrent de la volatilité* accrue des flux de capitaux, des taux de change*, des taux d'intérêt, qui les incite à renoncer à leur indépendance monétaire pour rejoindre un bloc monétaire. Ces pays ont été confrontés en 2009 à des sorties de capitaux, à des pertes de réserves de change* et à une pression à la dépréciation de leur devise qui imposent une hausse des taux d'intérêt au moment où l'économie a le pied sur le frein. Dès lors, rien d'étonnant à ce que la Hongrie, l'Islande, le Danemark ou la Pologne explorent la possibilité de rejoindre la zone euro. De même, on peut imaginer que la volatilité* des taux de change* en Asie due à la crise accélère le processus d'intégration monétaire de l'Asie, nécessaire en raison de l'intégration commerciale. On peut donc imaginer voir se dessiner un monde multipolaire, avec des zones monétaires régionales renforcées, menant des politiques monétaires non coordonnées.

mettre en place une meilleure coordination monétaire internationale n'a peut-être jamais paru aussi utopique. Partout, on observe plutôt le développement de stratégies non coopératives, options souvent « encouragées » par la pression politique et sociale que la crise nourrit dans la plupart des pays.

En définitive, on ne voit pas pourquoi les États-Unis renonceraient au privilège de la monnaie de réserve. On ne voit pas comment des monnaies de réserve artificielles pourraient être mises en place. On n'imagine pas que les pays excédentaires puissent renoncer à des taux de change* contrôlés ou fixes vis-à-vis du dollar. On peut aussi nourrir quelques doutes sur le fait que le changement de nature des besoins de financement des États-Unis (plutôt des capitaux privés que des capitaux banques centrales) soit pour demain, n'en déplaise à Tim Geithner ! Finalement, la seule chose dont les Européens peuvent être à peu près sûrs est qu'il n'existe pas vraiment de bon scénario pour les pays de la zone euro (voir encadré). Si les Chinois laissent flotter le renminbi vis-à-vis du dollar, les économies européennes seront asphyxiées par l'appréciation de l'euro. S'ils maintiennent leur change fixe, elles continueront à être exposées aux maléfices de l'hyperliquidité associée aux politiques laxistes des États-Unis. Une situation à hauts risques qui justifie qu'en Europe, la plupart des nouveaux entrants préfèrent intégrer dans la mesure du possible une zone de changes fixes.

Si les États-Unis ne renoncent pas au privilège de la monnaie de réserve (ce qui est très probable), si des monnaies de réserve artificielles ne peuvent être mises en place (ce qui est très probable aussi), si les pays excédentaires gardent des taux de change* contrôlés ou fixes vis-à-vis du dollar (ce qui est encore probable) et si le recyclage des capitaux* vers les États-Unis continue à s'effectuer *via* les banques centrales (ce qui est à nouveau le cas depuis le printemps 2009), alors la création monétaire mondiale restera incontrôlable et incontrôlée et on peut déjà parier qu'il y aura d'autres bulles*

ZONE EURO : PAS DE BON SCÉNARIO

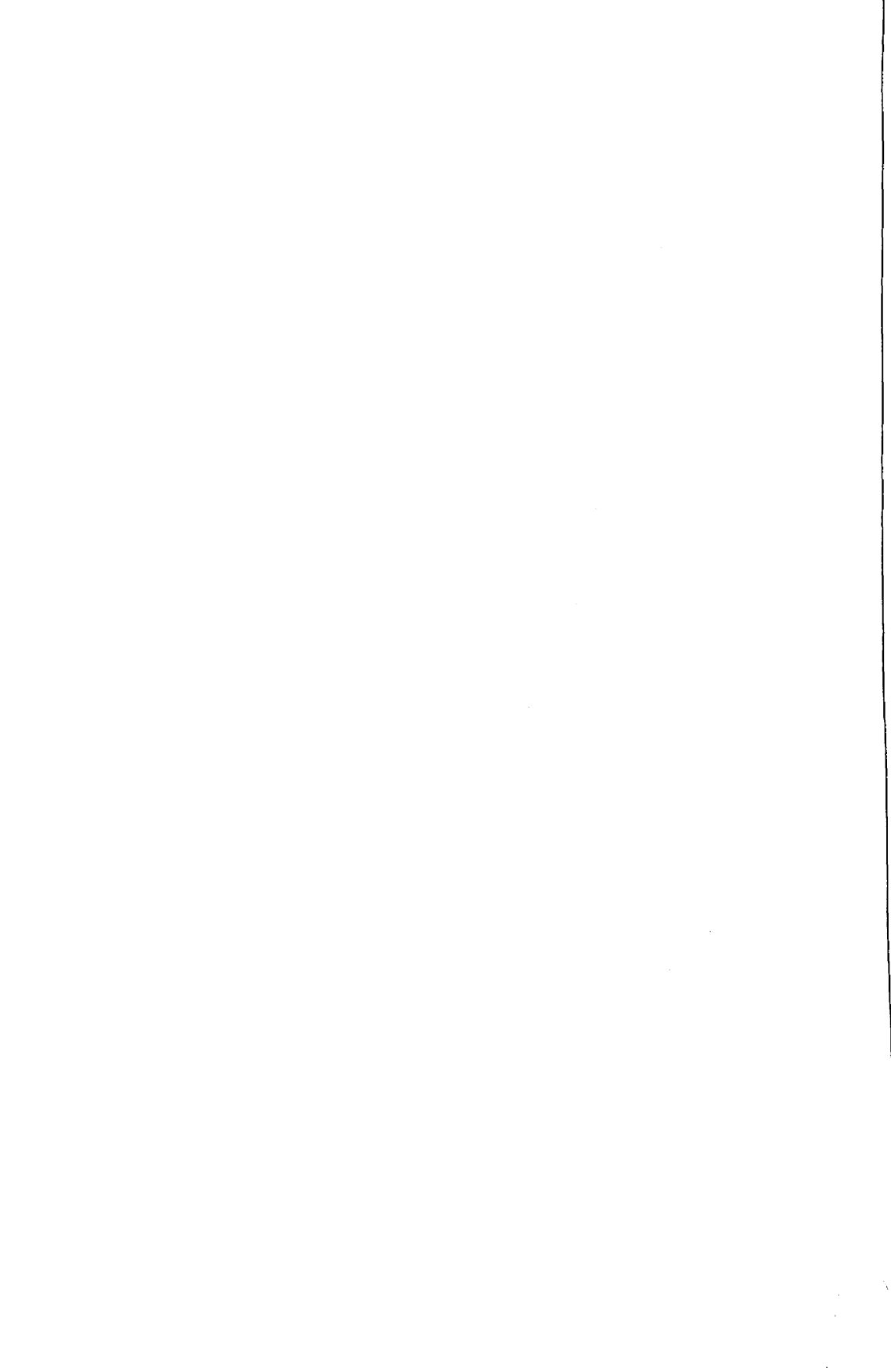
Quel que soit le choix des autorités chinoises, il présentera de sérieux inconvénients pour la zone euro :

– si Pékin choisit de maintenir une parité fixe entre le renminbi et le dollar, l'économie mondiale va renouer avec le régime d'avant la crise, celui où l'accumulation de réserves de change* a conduit à l'excès de liquidité mondiale*. C'est bien ce régime qui réapparaît, après une courte pause, à partir du printemps 2009. Du point de vue de la zone euro, il provoque d'ores et déjà une hausse des prix des matières premières qui réduit le revenu réel. L'exemple le plus emblématique est une fois de plus le marché du pétrole, où l'on voit qu'une situation d'excès d'offre

n'empêche nullement une hausse des prix due à un important stockage spéculatif. Mais il est possible d'observer le même genre de phénomène sur le sucre ou l'aluminium ;

– si Pékin choisit de laisser à nouveau, comme ce fut le cas entre 2005 et juin 2008, le renminbi s'apprécier par rapport au dollar, compte tenu des politiques économiques menées aux États-Unis, la dépréciation du billet vert par rapport à la monnaie chinoise mais aussi à l'euro, étant donné la corrélation entre les deux taux de change*, sera forte. Un mouvement qui, comme par le passé (2002-2006), provoquera une perte de compétitivité et de croissance.

et d'autres crises financières. Pour autant, ce n'est pas la peine de chercher à contrôler la quantité de monnaie si la plupart des grands pays occidentaux sont amenés à monétiser leurs dettes publiques. Or, c'est bien cette fois la question clé des stratégies de sortie* de crise, dans un contexte de croissance sans doute durablement modeste.



Quand les banquiers centraux cherchent la « sortie »...

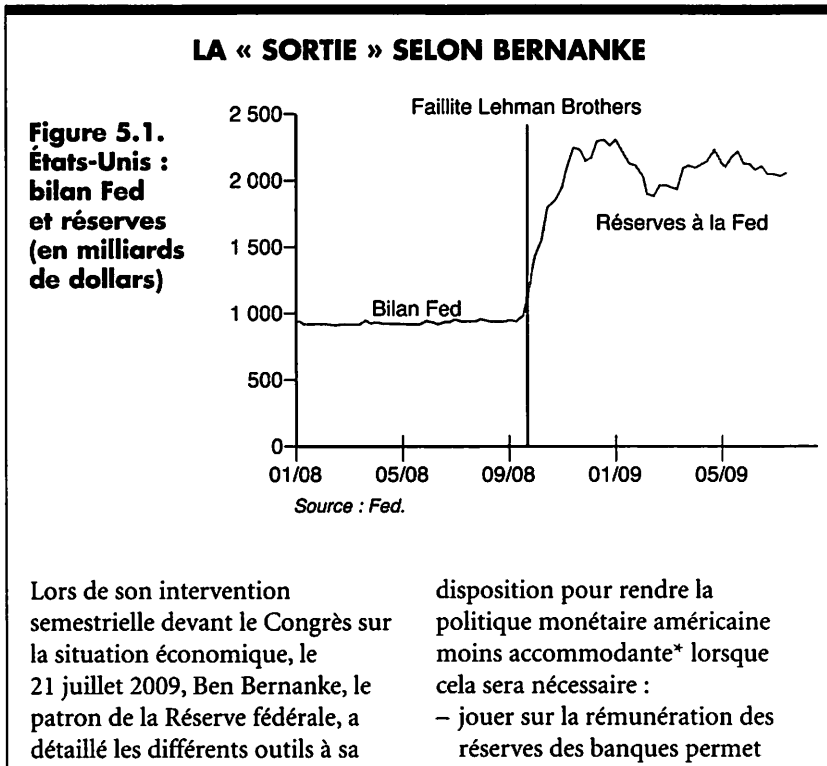
« Sachez où est la sortie ! » La première règle de survie du pompier vaut aussi pour le pompier financier. Et bien qu'il ne soit pas encore question au début de 2010 de « sortir » de la politique dans laquelle elles se sont engagées pour stopper la crise financière et soutenir la demande, les autorités monétaires sont déjà depuis le printemps 2009 sous haute pression. Confrontées aux critiques de ceux qui pensent que l'excès de liquidité mondiale* fera un jour revenir l'inflation, les banques centrales sont invitées à s'expliquer en détail sur la manière dont elles pourront, le moment venu, détruire la liquidité excessive qu'elles ont injectée dans le système (*exit strategies**). Ben Bernanke, le patron de la Réserve fédérale américaine, a finalement décidé de sacrifier à l'exercice dès la fin du mois de juillet 2009, afin d'apaiser les esprits et de convaincre les marchés que les politiques monétaires menées depuis l'automne 2008 ne déboucheraient pas sur l'hyperinflation. Il ne s'agit pas, nous le verrons, d'un problème technique, mais plutôt d'un problème de politique économique. Avec, en

corollaire, une question fondamentale : les banques centrales ont-elles perdu leur sacro-sainte indépendance, leurs décisions étant désormais prises sous la contrainte des énormes déficits décidés par les gouvernements des grands pays de l'OCDE, comme une sorte de grand bond en arrière monétaire dont les conséquences apparaîtraient au fil du temps ?

La chancelière allemande, Angela Merkel, a allumé la mèche dès le début de juin 2009 en dénonçant fermement la création monétaire débridée des grandes banques centrales qui ont acheté en masse la dette des États, finançant ainsi directement leur déficit. Avec véhémence, elle les exhorte alors à « *revenir à des politiques de banques centrales indépendantes* », en mettant fin notamment aux mesures dites « non conventionnelles* » décidées notamment par la Fed et la Banque d'Angleterre. Rompant avec la tradition allemande de ne jamais commenter l'action des banques centrales indépendantes, la chancelière s'en prend aux politiques de rachats d'actifs des deux banques centrales, particulièrement des obligations d'État, appelant à « *un retour à la raison sous peine de se retrouver dans la même situation dans dix ans* ». Sans mettre la Banque centrale européenne dans le même panier, elle estime toutefois que la BCE a « *déjà légèrement cédé à la pression internationale* » en décidant d'acheter des obligations sécurisées avant de conclure : « *L'indépendance de la BCE doit être préservée et les autres banques centrales doivent faire machine arrière.* » Ben Bernanke, le patron de la Réserve fédérale, répond aussitôt pour dire combien il est en « *désaccord respectueux* » avec la chancelière allemande, avant de se déclarer confiant dans sa « *capacité à sortir de ces interventions au moment approprié et sans conséquences inflationnistes* ». Il précisera sa pensée le 21 juillet 2009 en faisant l'inventaire, devant le Congrès américain, des outils sur lesquels il compte pour faire maigrir le bilan de la Fed, qui a atteint au début de l'année 2009 le montant record de 2 300 milliards de dollars, avant de revenir aux alentours des 2 100 milliards au début de l'été. Devant la représentation politique américaine, Ben Bernanke tient à justifier la stratégie de la Réserve fédérale pendant la crise,

défend son indépendance et présente effectivement pour la première fois sa « stratégie de sortie* de crise ». Pour solenniser l'événement, le patron de la Fed avait même publié le même jour un éditorial dans le *Wall Street Journal*, dans lequel il expliquait que « s'il est encore trop tôt pour resserrer la politique monétaire », il estimait avoir « tous les outils nécessaires pour le faire » (voir encadré).

La prise de position très ferme de la chancelière allemande et la réponse de son homologue américain illustrent bien les différences d'approche entre les différents pays sur les moyens de faire face à la crise financière. L'Allemagne a toujours été particulièrement sensible, pour des raisons historiques évidentes, aux risques inflationnistes, voire hyperinflationnistes, associés à des politiques monétaires



- d'augmenter les *fed funds* (bons du Trésor américain à très court terme, qui servent de base au choix du niveau des taux d'intérêt à court terme*), malgré une taille de bilan importante ;
- compter sur la réduction de la taille du bilan par l'extinction « naturelle » d'un certain nombre de facilités de crédit avec la normalisation des marchés ;
 - mettre en place des « *reverse repos* » à grande échelle, autrement dit retirer de la liquidité des banques en leur vendant des titres détenus à son bilan, avec engagement de les racheter à une date ultérieure à un prix plus élevé ;
 - vendre des titres détenus au bilan.

Toutefois, si les outils existent, tout le succès d'une « stratégie de sortie* » (*exit strategy**) repose sur le timing et la qualité de l'exécution. Or, la situation économique et sociale jouera un rôle clé dans les décisions de politique monétaire des mois et des années à venir. Ben Bernanke l'a d'ailleurs souligné très clairement devant le Congrès : la Fed n'a pas l'intention de toucher à son taux directeur* tant que le marché du travail ne montrera pas des signes clairs d'amélioration et qu'un certain nombre d'indicateurs économiques, tels que le niveau d'utilisation des capacités de production*, ne seront pas revenus à des niveaux plus satisfaisants.

trop laxistes. Alors qu'outre-Atlantique, c'est la Grande Dépression qui attise les peurs. Le choc des cultures s'exprime ici à travers la politique monétaire des grands banquiers centraux.

Jean-Claude Trichet, le président de la Banque centrale européenne, a tenu lui aussi à désamorcer les inquiétudes allemandes en insistant sur le caractère temporaire des mesures prises pour sortir de la crise. « *La stratégie de sortie est d'une importance primordiale* » a-t-il souligné le 4 juin 2009, avant d'ajouter que la BCE « *fera en sorte que les mesures prises soient rapidement levées et les liquidités apportées résorbées* ». Lors de sa déclaration, il a également indiqué que le Conseil des gouverneurs continuerait à surveiller avec la plus grande détermination l'évolution des anticipations inflationnistes à moyen terme. En tout cas, le débat illustre parfaitement le dilemme auquel les autorités

politiques et monétaires ne manqueront pas d'être confrontées dans la perspective de la sortie de crise.

La stratégie de sortie n'est pas un problème technique, mais un problème de politique économique

On comprend aisément pourquoi gouvernements et banques centrales veulent afficher leurs stratégies de sortie* (*exit strategy**). Angela Merkel, en effet, n'est pas la seule à se faire du souci... Les opinions publiques comme les opérateurs des marchés financiers s'inquiètent aussi des conséquences des politiques économiques très expansionnistes* mises en œuvre depuis deux ans : la forte création monétaire a fait réapparaître quelques anticipations d'inflation, même si, on l'a vu, le retour de l'inflation est très improbable dans un équilibre de sous-emploi global (voir chapitre 2) ; quant à la hausse anticipée des dettes publiques, elle a commencé dès le printemps 2009 à mettre la pression sur les taux d'intérêt à long terme*, avec les premiers signes de risque de dégradation du *rating* de certains pays. Faut-il le rappeler une fois de plus : le déficit public a dépassé les 6 points de PIB à la fin 2009 en Allemagne comme en France, quelque 8,5 points de PIB en Espagne et... 15 points de PIB en Irlande. Le piège des déficits publics est déjà tendu, et pas seulement aux États-Unis ou en Grande-Bretagne. Les perspectives de croissance et d'inflation montrent qu'un énorme problème de finances publiques va se poser aux États-Unis et outre-Manche, mais aussi en Europe continentale. Voilà pourquoi, pour rassurer les uns et les autres, gouvernements et banques centrales mettent en avant leurs stratégies de sortie* : les gouvernements annoncent des trajectoires de réduction des déficits publics à partir de 2010-2011.

**Tableau 5.1. Prévisions d'évolution des déficits publics
(en % du PIB)**

	2009	2010	2011
États-Unis	11,2	10,7	9,4
Japon	7,4	8,1	9,4
Royaume-Uni	12,6	13,3	12,5
Allemagne ¹	3,2	3,2	4,6
France	8,2	8,0	8,0
Italie	5,5	5,4	5,0
Espagne	9,6	8,4	7,7

Source : *Perspectives économiques de l'OCDE*, novembre 2009.

Quant aux banques centrales, elles ne cessent de répéter qu'elles sauront détruire la monnaie excédentaire le moment venu et revenir aux objectifs normaux (inflation), voire peut-être à des objectifs nouveaux (crédit) de la politique monétaire.

La mise en œuvre de ces stratégies de sortie* n'est pas un problème technique. L'exposé de Ben Bernanke l'a montré : les banques centrales disposent de nombreux outils pour réduire la liquidité des banques et/ou des marchés financiers : *reverse repos* (les banques centrales mettent en *repo** des actifs auprès des banques, ce qui réduit la liquidité bancaire) ; ventes d'actifs, en particulier ceux qu'elles ont achetés pendant la crise, ce qui réduit la liquidité des banques et sur les marchés financiers ; émissions de titres par la banque centrale elle-même, ce qui réduit également la liquidité des banques et sur les marchés financiers ; rémunération plus élevée des réserves bancaires, ce qui ne réduit pas la liquidité bancaire mais la maintient placée à la banque centrale, donc « stérilisée* » du point de vue de la distribution de crédit ou de l'achat d'actifs...

En revanche, le timing et la nature des stratégies de sortie* sont des questions de politique économique. Donc de politique tout court. D'où les difficultés rencontrées, comme on l'a vu, par les banques centrales pour détruire à temps après les récessions la liquidité créée

pendant la crise (voir chapitre 2). Cette fois-ci, la « sortie » de crise ne devrait pas faire exception à la règle. Il est probable que les banquiers centraux ne parviendront pas à détruire suffisamment vite la liquidité, en raison de deux contraintes très fortes : la faiblesse de la croissance et la nécessité de monétiser les dettes publiques. Voilà pourquoi l'affichage d'« *exit strategies* » paraît pour le moins prématuré et manifestement inspiré par des considérations d'ordre politique et social. Nous allons essayer d'expliquer pourquoi.

La faiblesse de la croissance tout d'abord... Si l'on en croit les projections officielles, le pari des gouvernements est que, comme dans les précédents cycles, le sentier de croissance va redevenir dès 2011 nettement supérieur à la croissance potentielle* (de long terme) et que, de ce fait, les déficits se réduiront d'eux-mêmes, ce qui leur permet de justifier les déficits publics très importants mis en place en 2008-2009. Mais il s'agit pour le moins d'un pari risqué. En sortie de récession, pour que la croissance soit supérieure à la croissance de long terme, il faut que la demande progresse plus vite que les revenus, autrement dit que le crédit augmente rapidement. C'est ce que l'on a pu observer dans le passé. Mais, cette fois-ci, il est difficile d'imaginer que le crédit puisse redémarrer rapidement, aux États-Unis comme en Europe : les taux d'endettement atteints avant la crise sont en effet historiquement élevés (la dette du secteur privé, ménages + entreprises, représentait, à fin 2008, 130 % du PIB en zone euro, 150 % aux États-Unis et 230 % au Royaume-Uni), la richesse tant financière qu'immobilière a chuté, les primes de risque qui s'ajoutent aux taux d'intérêt sur les dettes sont plus élevées, l'aversion pour le risque plus forte. La dynamique de désendettement qui s'est amorcée en 2008 devrait s'installer pour plusieurs années, ce qui aura pour effet de limiter la croissance de la demande intérieure à l'évolution des revenus et à freiner le commerce mondial, puisque la part des biens liés au crédit y est très importante. Il faut donc s'attendre à ce que la croissance des demandes intérieures comme des exportations soit durablement plus faible après qu'avant la crise, ce qui laisse augurer un chômage important, assorti d'une inflation modérée. Autant d'éléments

qui devraient donner à ce cycle un profil très particulier (voir figure 5.2). Pour de nombreuses années, le scénario le plus probable est donc un scénario où le crédit progresse très peu, l'inflation reste faible et la croissance modeste (voir figure 5.3). Ceci veut dire que l'*output gap** (c'est-à-dire l'écart entre PIB potentiel et PIB réel) ouvert en 2009-2010 ne se réduira pas (voir figure 5.4). Si l'*output gap** reste négatif et le taux de chômage élevé, la banque centrale ne peut pas passer à une politique

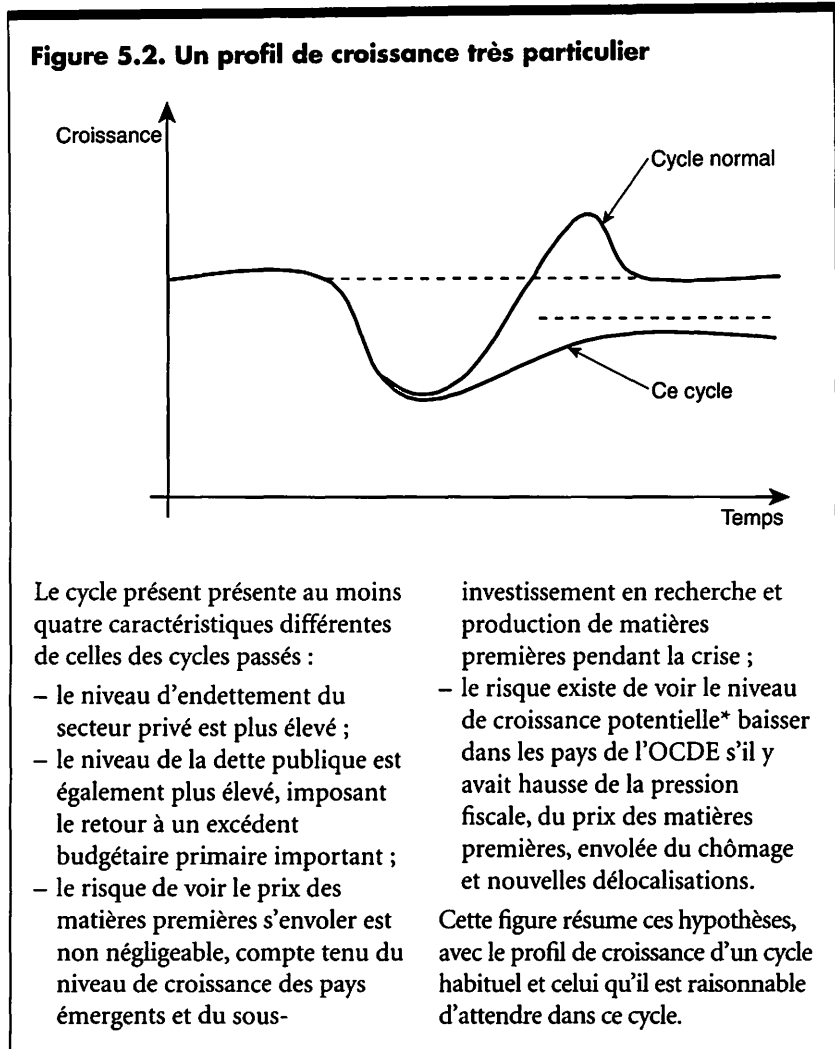
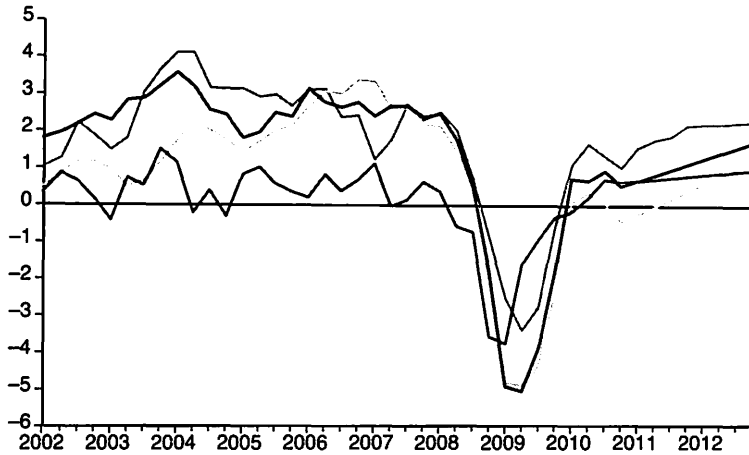


Figure 5.3. Prévisions de croissance du PIB jusqu'en 2012 (volume, glissement annuel en %)



Sources : Datastream, prévisions Natixis.

Légende

- États-Unis
- Japon
- - - Zone euro
- ▲— Royaume-Uni

Figure 5.4. Gap de production (en %)



Sources : Datastream, prévisions OCDE

Légende

- États-Unis
- - - Zone euro
- Royaume-Uni

monétaire plus restrictive*. Il est donc difficile d'imaginer mettre en œuvre une réduction de la liquidité avant la fin 2010, voire encore plus tard.

Le piège des déficits publics est tendu

Par ailleurs, les banques centrales seront, selon toute vraisemblance, confrontées à la question de la monétisation des dettes publiques*. Une reprise économique sans crédit est en effet une reprise où la demande ne peut pas croître plus vite que les revenus, donc où la croissance est au mieux égale à la croissance de long terme, soit 2,25 % aux États-Unis et environ 1,25 % en zone euro, compte tenu des gains tendanciels de productivité et de la croissance de la population active. Or, à ce niveau de croissance, non seulement le chômage ne baisse pas, mais les déficits publics ne maigrissent pas spontanément. Il n'y aura donc pas de réduction spontanée des déficits publics. Quant à leur réduction volontariste, elle nous semble fort peu probable compte tenu de l'équation politique et sociale qui domine dans la plupart des pays de l'OCDE.

Qu'il s'agisse du budget de l'État ou de celui de Mme Michu, il y a deux manières de réduire un déficit : la baisse des dépenses ou l'augmentation des recettes. La première présenterait l'avantage de laisser espérer un phénomène de neutralité ricardienne*, autrement dit une baisse du taux d'épargne* des ménages dans la mesure où la réduction des dépenses publiques les inviterait à anticiper une moindre pression fiscale future, donc des revenus disponibles accrus. On a déjà observé ce phénomène au début des années 1980 en Irlande et au Danemark. Toutefois, la réduction des dépenses publiques est, on le sait, hautement difficile à gérer : de nombreuses dépenses (masse salariale, retraites, santé...) sont rigides. En outre, dans l'état actuel des choses, elle devrait être mise en œuvre dans un contexte de forte augmentation du chômage. Un pari difficilement gérable sur le plan politique... Quant à l'inflation d'origine salariale,

autre manière de réduire les taux d'endettement, il ne faut pas trop y compter compte tenu de la faible progression des salaires nominaux en raison du niveau de chômage.

Si ni la réduction des dépenses publiques, ni l'inflation ne peuvent être utilisées pour stabiliser les taux d'endettement public, la conclusion à laquelle les experts parviennent le plus souvent est qu'il y aura nécessairement à un moment donné nécessité d'augmenter la pression fiscale, laquelle a fortement baissé pendant la crise (entre 2002 et 2010, elle est passée d'un peu plus de 45 % à 41 % de PIB en zone euro ; de 39 % à 36,5 % au Royaume-Uni ; de 36 % à 31 % aux États-Unis). C'est l'hypothèse « augmentation des recettes ». Mais là encore, le doute est permis quant à sa faisabilité : comme pour les dépenses publiques, la modestie de la croissance et le niveau élevé du chômage dans les années à venir rendent improbable une hausse des impôts. En outre, l'ampleur de la hausse de la pression fiscale nécessaire pour stabiliser les taux d'endettement public à leur niveau de 2010 serait considérable : 4,5 points de PIB en zone euro, 7 points aux États-Unis, 11 en Grande-Bretagne... Et les gouvernements hésiteront à compter sur une baisse compensatrice des taux d'épargne* des ménages sur laquelle on peut éventuellement parier lorsqu'il y a baisse des dépenses publiques, mais pas lorsque la pression fiscale augmente. Il est donc réaliste d'envisager pour 2011-2012 le maintien de déficits publics voisins de ceux de 2010, associé à une augmentation des taux d'endettement public.

Reste alors l'hypothèse du maintien de déficits publics très élevés, avec en filigrane la question du risque de saturation de la demande de titres publics par les investisseurs. Si les taux d'intérêt à long terme* restaient très bas, comme on a pu l'observer au Japon depuis dix ans, les gouvernements pourraient laisser les taux d'endettement public augmenter sans souci. Les paiements d'intérêt sur les dettes publiques resteraient modestes et ne risqueraient pas de déséquilibrer les finances publiques. C'est ainsi qu'au Japon, la dette publique

est passée de quelque 60 % du PIB en 1990 à 190 % du PIB aujourd'hui, tandis que le déficit public évolue depuis plus de dix ans dans une fourchette comprise entre 7 % et 11 % de PIB (10 % en 2009). Mais la situation japonaise où les taux d'intérêt ne réagissent ni au niveau de la dette publique, ni à celui des rendements sur les actifs financiers dans le reste du monde est très particulière. Elle vient de ce que l'économie japonaise est financièrement fermée et que les investisseurs domestiques se diversifient très peu en titres étrangers. Cette situation peut-elle se répéter aux États-Unis et en Europe si ni la baisse des dépenses publiques, ni l'inflation, ni la hausse de la pression fiscale ne peuvent être utilisées ?

Pour que ce soit possible, il faudrait d'abord que les épargnants-investisseurs acceptent de financer, comme au Japon, une dette publique croissante à des taux d'intérêt scotchés au plancher (depuis 1998, le taux à dix ans japonais est resté en dessous du plafond des 2 %), ce qui suppose que deux conditions soient remplies : d'une part, le maintien d'une aversion pour le risque élevée qui inciterait les investisseurs à continuer à se tenir à l'écart d'autres actifs à rendements plus élevés comme les actions ; d'autre part, la complicité des banques centrales décidées à garder leurs taux directeurs* au plancher afin de maintenir la pression sur les taux d'intérêt à long terme*. Ces deux conditions rendraient le paiement des intérêts sur la dette supportable en dépit du niveau très élevé de la dette publique.

Ce scénario, toutefois, est loin d'être le plus probable. En tout cas, le risque d'une forte remontée des taux d'intérêt à long terme* ne peut être écarté. On a d'ailleurs observé cette tendance dès le printemps 2009 aux États-Unis comme en Europe. Celle-ci fut provoquée en partie par la montée des inquiétudes concernant le niveau des dettes publiques et en partie par le retour des investisseurs sur des actifs à rendement nettement plus élevé que les dettes publiques, tels les obligations d'entreprises, les actions, les produits structurés et surtout les actifs des pays émergents, l'or et le pétrole. La liquidité

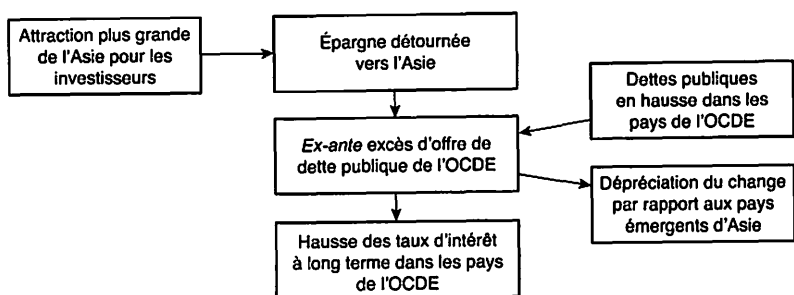
étant très abondante et de coût pratiquement nul, ces mouvements sont même assez violents et, dans certains cas, s'apparentent déjà, comme on l'a vu, à la formation de nouvelles bulles* sur prix d'actifs*. Par ailleurs, il n'y a pas de corrélation entre les rendements obligataires aux États-Unis et en Europe et les rendements disponibles sur les autres actifs, ce qui empêche le maintien de taux d'intérêt très bas sur les dettes publiques. Au total, le scénario le plus probable est celui de la poursuite de la pentification* tendancielle de la courbe des taux* d'intérêt, en dépit d'une croissance de moyen terme faible et de l'absence d'inflation en raison de l'incapacité des gouvernements, au vu des perspectives économiques, à présenter un programme crédible de réduction des déficits publics.

Des « stratégies de sortie » sous hautes contraintes

S'il n'y a ni réduction spontanée, ni réduction volontariste des déficits publics, le risque existe de voir se développer les anticipations inflationnistes et son cortège de hausses des taux d'intérêt à long terme*. D'autant qu'un problème de financement des dettes publiques des pays de l'OCDE peut surgir si l'épargne se trouvait dans le même temps massivement attirée par l'Asie en raison d'une conjonction d'éléments favorables : croissance forte dans cette région du monde, développement des demandes intérieures, investissements en infrastructures, croissance de la taille des marchés financiers et des banques, amélioration de la perception relative du risque émergent face à la dégradation de celle des pays de l'OCDE, etc. (voir figure 5.5).

Ceci impliquerait une très forte hausse des taux d'intérêt à long terme*, nécessaire pour stimuler la demande de dette publique des pays de l'OCDE, mais très contre-productive au-delà du court terme : freinage de l'investissement, hausse des paiements d'intérêt sur les dettes. Or, l'histoire montre que la correction des déficits

Figure 5.5. Un déséquilibre accru dans l'allocation de l'épargne mondiale ?



Au moment où les taux d'endettement public vont très probablement beaucoup augmenter dans les pays de l'OCDE en raison d'une croissance de moyen terme faible, assortie de politiques budgétaires très expansionnistes, l'attractivité des pays d'Asie pour l'épargne mondiale devrait se renforcer avec des perspectives de croissance forte et de progression importante de la demande intérieure, le développement de la taille des marchés et intermédiaires financiers et l'amélioration de la perception du risque de crédit

relatif des pays émergents d'Asie. Ce double phénomène peut provoquer un problème de financement des dettes publiques des pays de l'OCDE, car il en résulterait une forte hausse des taux d'intérêt à long terme*, nécessaire pour stimuler la demande de dette publique de ces pays avec, à la clé, freinage de l'investissement et hausse des paiements d'intérêts sur les dettes. Il en résulterait aussi, probablement, une forte appréciation des monnaies des pays émergents d'Asie par rapport à celles des pays de l'OCDE.

publics excessifs est toujours déclenchée par l'explosion des intérêts sur la dette (voir encadré).

Voilà pourquoi toute stratégie de sortie* est placée sous contrainte : la nécessité pour les grands pays avancés de monétiser leur dette publique. Pour éviter la hausse des taux d'intérêt à long terme*, la

DETTES PUBLIQUES, LES LEÇONS DU PASSÉ

Les grands pays de l'OCDE qui ont déjà connu des taux d'endettement public très élevés sont les États-Unis après la Seconde Guerre mondiale, le Royaume-Uni au début des années 1970, l'Irlande, le Danemark et la Suède au début des années 1980, la Belgique, l'Italie, le Danemark et la Suède au début des années 1990, sans oublier la Grèce au cours de la décennie 1990.

À chaque fois, la correction de l'excès de déficit public est déclenchée par le niveau insupportable des intérêts à payer par les États. Jusqu'aux années 1980, elle s'opère à la fois par l'inflation, la hausse de la

pression fiscale et la baisse des dépenses publiques et, à partir des années 1990, seulement par la hausse de la pression fiscale et la baisse des dépenses publiques. L'analyse des différents épisodes montre enfin que, puisqu'elle est presque systématiquement associée à une baisse de l'épargne des ménages (effet de neutralité ricardienne*), elle n'a pas d'effet systématiquement négatif sur la croissance, comme le montre la croissance des années 1946-1960 aux États-Unis ou des années 1990 en Belgique, au Danemark et en Suède. Enfin, elle n'entraîne pas d'évolution claire des taux d'intérêt à long terme*.

Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre ont déjà mis en place un programme d'achat de titres publics. Et si certains pays de la zone euro affichant des déficits publics élevés dus à la forte baisse de leur taux de croissance (Irlande, Espagne, Grèce, France) finissaient par rencontrer des difficultés à financer leurs déficits, comme l'a illustré l'épisode de la dette grecque en décembre 2009, il est probable que pour éviter une crise de la dette souveraine en euros, la BCE se verrait également contrainte de monétiser la dette de ces pays. La dérive des taux d'endettement public empêcherait donc la réduction de la liquidité créée par les banques centrales.

Le débat des prochains mois va tourner autour de ce dilemme : soit les banques centrales monétisent la dette publique avec les risques que cela comporte à terme (poursuite de la hausse des anticipations

d'inflation, utilisation de la liquidité à des fins spéculatives), pour éviter une pentification* de la courbe des taux* qui remettrait en cause les espoirs de sortie de crise ; soit elles prennent le risque de compromettre rapidement la reprise économique en raison d'une envolée des taux d'intérêt à long terme* liée aux craintes associées à l'ampleur des dettes et déficits publics et à un retour des investisseurs sur des actifs plus risqués – avec, à la clé, le spectre d'une correction budgétaire brutale, comme celle observée dans les années 1990 en Suède ou en Italie, avec des coupes claires dans les dépenses publiques (en Suède, les dépenses publiques ont culminé au-delà de 70 % du PIB en 1993, avant de redescendre continûment jusqu'à 52 % à peine en 2007).

Voilà pourquoi la tentation est forte de continuer à monétiser les dettes publiques afin de maintenir le couvercle sur les taux d'intérêt à long terme*, en dépit de la hausse des taux d'endettement public. Une fois les taux d'intérêt à court terme* ramenés au niveau le plus bas possible, que faire d'autre en effet qu'une politique de réduction des taux d'intérêt à long terme* ? N'est-ce pas ce que tentent déjà depuis plusieurs mois la Fed ou la Banque d'Angleterre ? Cette politique n'est pas encore à l'œuvre dans la zone euro, d'où la croissance toujours relativement faible de la base monétaire* liée, sur la période récente, aux réserves excédentaires des banques. Mais quand l'aversion pour le risque aura diminué et que le taux d'endettement public aura explosé, la BCE se verra conduite à monétiser la dette des États.

Si une telle situation perdure jusqu'en 2012, ce qui est loin d'être impossible, la priorité ne sera pas aux « *exit strategies** », puisque les déficits publics ne se réduiront pas spontanément et que les banques centrales n'auront à réagir ni à l'inflation, ni même au crédit si ce dernier devenait un objectif de politique monétaire. La question posée par les politiques mises en œuvre pour lutter contre la crise est donc plutôt celle de l'efficacité et des risques de ce *policy mix* dans une perspective de croissance et d'inflation durablement faibles. Le risque existe en effet que les banques centrales soient contraintes de

monétiser indéfiniment les déficits avec l'explosion de nouvelles bulles* spéculatives.

On a déjà vu apparaître dès l'été 2009 des anomalies de valorisation des actifs. En clair, de nouvelles bulles* : hausse du prix du pétrole malgré une situation d'excès d'offre due au stockage spéculatif ; forte augmentation des indices boursiers dans les pays émergents avec le retour des capitaux à court terme vers ces pays et l'utilisation locale de la liquidité associée au retour de l'accumulation des réserves de change* ; resserrement significatif des *spreads** de crédit en dépit de l'augmentation des taux de défaut d'entreprise due à l'importance de la demande pour les obligations « *corporate* » (en primaire) ; volatilité* forte sur les bourses occidentales due aux « allers et retours » de la liquidité ; hausse des prix sur les métaux avec l'augmentation des positions spéculatives... Autant de phénomènes qui pourraient bien prendre de l'ampleur dans les mois et les années qui viennent, sans pour autant être sûr que ce *policy mix* (déficits publics très élevés, politiques monétaires très expansionnistes*) est bien de nature, dans la situation actuelle, à faire repartir la croissance de long terme. Le soutien de la consommation, les dépenses d'infrastructures superflues (il faut se souvenir de l'expérience du Japon des années 1990, quand la multiplication des grands chantiers de ponts et autres voies de circulation qui parfois ne menaient nulle part, loin de stimuler l'économie, a débouché sur une déflation* sévère) ou les aides aux secteurs en déclin (si la thèse de la plupart des experts se confirme, à savoir que, dans les pays développés, l'industrie automobile ne connaîtra plus jamais les ventes des années 1980-1990, on peut, par exemple, s'interroger sur la pertinence d'une aide massive à ce secteur) ne contribuent certainement pas, par exemple, à augmenter le sentier de croissance de long terme.

Les politiques monétaires et budgétaires très expansionnistes* mises en place depuis l'automne 2008 ont été utiles : en cas de crise

sévère, la dépense et la dette publiques doivent se substituer à la dépense et à la dette privées. Quant à la création monétaire très rapide, elle est nécessaire à la lutte contre la déflation*. Mais les inconvénients ultérieurs de telles politiques sont sévères : hausse des taux d'intérêt à long terme* et de la pression fiscale pour les politiques budgétaires ; bulles* sur les prix d'actifs* pour les politiques monétaires. Or, il est difficile de mettre en place le moment venu des « *exit strategies** » efficaces, notamment en ce qui concerne la politique monétaire, de reprendre la liquidité avant que les bulles* apparaissent, puisque celles-ci se forment bien avant que les économies réelles ne redémarrent – et ce dans un contexte de déficits publics élevés. Une monétisation « forcée » des dettes publiques*, y compris dans la zone euro, confirmerait par ailleurs que le rapport de force s'est inversé, que désormais ce sont les politiques budgétaires qui donnent le « la » de la politique monétaire. La tendance est-elle générale ? La question est plus incertaine en zone euro où on peut imaginer une certaine résistance de la BCE à mettre en place un programme substantiel de monétisation des dettes publiques*. Mais pour les autorités monétaires européennes aussi, la pression est (et sera) forte : énorme dans certains pays, importante partout, la hausse du chômage peut en effet faire craindre la désintégration de la zone euro non pas sous la forme d'une sortie de la monnaie unique qui serait suicidaire pour tous, mais sous celle d'un recours à des politiques nationalistes, protectionnistes, non coordonnées qui sont manifestement considérées comme plus dangereuses encore que l'éventualité d'une explosion de l'inflation. Autant de raisons pour lesquelles les politiques monétaires devraient, en dépit de leurs effets pervers, rester expansionnistes*.

Et s'il est probablement utile que gouvernements et banques centrales fassent savoir, à l'instar de la Fed en juillet 2009, qu'ils ont dans leurs tiroirs des « *exit strategies** » convaincantes (notamment en expliquant comment ils stabiliseront dans l'avenir les taux d'endettement public et comment elles réduiront la liquidité), il serait

contre-productif qu'opinions et marchés financiers croient que la question des stratégies de sortie* va se poser rapidement, car l'anticipation précipitée de politiques monétaires et budgétaires restrictives* déboucherait sur une remontée de l'épargne de précaution et sur un approfondissement de la crise. L'exemple du Japon est encore dans toutes les mémoires : en 1996, l'économie donnant quelques signes d'amélioration, Tokyo décida qu'il fallait commencer à réduire le déficit public et prit diverses mesures (à la fois réduction des dépenses publiques et hausse de la TVA). La perte de pouvoir d'achat qui en résulta conduisit à l'effondrement de la demande et à la crise bancaire de 1998, d'où dix nouvelles années de déflation*, sans croissance, avec inflation négative et recul des salaires comme des prix d'actifs* en dépit d'une politique de taux d'intérêt zéro. Ce n'est certainement pas de cela dont l'économie mondiale a besoin aujourd'hui. Les autorités politiques et monétaires doivent être bien claires sur le message : il s'agit d'un problème qui est loin d'être immédiat. En outre, ces stratégies monétaires et budgétaires devront être coordonnées et complémentaires. Il serait en effet dangereux de mettre en œuvre en parallèle une politique monétaire et une politique budgétaire restrictives*.

Pour autant, pourquoi ne pas réfléchir aux moyens de concilier la nécessité de continuer à mener des politiques monétaires expansionnistes* et celle d'éviter les désordres monétaires qui prennent aujourd'hui la forme de bulles* sur les prix d'actifs* ? Deux pistes méritent sans doute d'être explorées. La première est que les banques centrales pourraient cesser d'injecter des liquidités au hasard pour « cibler » davantage l'usage qui en est fait (achats utiles d'actifs), la création monétaire aurait ainsi des effets positifs, au moins au « premier tour ». Bien sûr, au « second tour », les liquidités créées peuvent être utilisées librement par les vendeurs de ces actifs, mais au moins est-on sûr que les effets initiaux de la croissance monétaire sont positifs. La seconde porte sur l'utilité d'annoncer la création future d'une organisation monétaire internationale, afin d'éviter l'excès chronique de création monétaire. Si les spéculateurs savent que

l'abondance de liquidité est transitoire, liée à la crise, ils seront plus prudents que s'ils peuvent espérer qu'elle sera permanente. D'où l'intérêt de l'existence d'une gouvernance monétaire mondiale, qui permettrait de gérer la création monétaire collectivement. Il n'est pas interdit de rêver.

Conclusion

Quelles leçons faut-il tirer de la crise en ce qui concerne les politiques monétaires ? La réponse sera nuancée selon que l'on examinera telle ou telle étape des politiques menées au cours des dernières années par les grands banquiers centraux. Si elles avaient été suffisamment prudentielles, ces politiques auraient-elles pu éviter la crise ? Les autorités monétaires ont-elles bien réagi dans la tourmente 2007-2009 ? Enfin, les stratégies de sortie* de crise (*exit strategies**) qu'elles ont l'intention de mettre en place sont-elles adaptées et éviteront-elles une nouvelle secousse ?

Plus ou moins explicitement, les banques ont mené avant la crise une politique monétaire visant avant tout à contrôler l'inflation, politique qui s'est révélée efficace, soit grâce à leur action (et à leur crédibilité*), soit en raison d'évolutions structurellement désinflationnistes (globalisation, déréglementation des marchés du travail), et probablement sans doute un peu des deux. Un « succès » qui a permis aux banquiers centraux de populariser la théorie de la « grande modération » : la crédibilité* de la politique monétaire permet de garantir sur une longue période une sorte de « triangle magique », composé d'une grande stabilité de la croissance, de l'inflation et des taux d'intérêt (hormis les épisodes de

crise tel 2001). D'où la fameuse thèse de l'équivalence entre le contrôle de l'inflation et la stabilité financière : en l'absence d'inflation, la politique monétaire est réputée conservatrice et il ne peut y avoir de déséquilibre financier. Cette thèse s'est, au bout du compte, révélée complètement fautive, puisque la faible variabilité de l'inflation et des taux d'intérêt a eu comme conséquence une forte variabilité du crédit et des prix d'actifs*, chaudron dans lequel a mijoté la crise financière qui a éclaté en 2007. À la question, « les banques centrales ont-elles bien géré l'avant-crise ? », la réponse est donc à l'évidence négative.

Lorsque la crise financière a éclaté, les banques centrales ont joué à fond leur rôle de « prêteuses en dernier ressort* » en injectant des liquidités en abondance dans le système, afin de rétablir le fonctionnement du marché interbancaire* brutalement tétanisé et éviter ainsi une crise de liquidité* bancaire. Cette crise a été en effet marquée par une forme de panique interbancaire, les banques refusant brutalement de se prêter entre elles, ce qui exigeait que les autorités monétaires jouent pleinement, banque par banque, leur rôle de prêteuses en dernier ressort*. Par ailleurs, les banques centrales sont également intervenues en tant qu'« acheteuses d'actifs en dernier ressort* », afin de stabiliser les prix de certains actifs* et de rétablir la liquidité sur certains marchés financiers. Cette politique massive, qui a vraiment caractérisé l'intervention des banques centrales dans cette crise, a eu un effet décisif dans le retour progressif à des conditions de marché plus conformes à la réalité économique des actifs concernés. En dépit des risques associés au rôle d'acheteur d'actifs en dernier ressort* (transfert d'actifs risqués au bilan des banques centrales, aléa de moralité*, difficulté de dire le « bon prix » d'un actif), il est clair qu'une telle intervention était indispensable pour éviter l'effondrement des prix de certains actifs*. Pendant la crise, les banques centrales ont sauvé le système bancaire et évité que la récession ne se transforme en dépression. Ce faisant, elles ont donc heureusement contribué à éteindre l'incendie qu'elles avaient elles-mêmes allumé.

Elles l'ont fait au prix de politiques monétaires très accommodantes* – d'où évidemment le débat qui commence à poindre sur l'efficacité et le timing des politiques dites de « sortie de crise ».

La nature des politiques monétaires mises en œuvre depuis deux ans suscite en effet des inquiétudes. La baisse des taux d'intervention et les injections de liquidités* ont été en effet considérables. Mais un an après que les politiques monétaires des grands pays de l'OCDE ont emprunté un tel chemin, on constate qu'elles ont du mal à faire redémarrer le crédit comme la demande intérieure. Pour une raison simple : même une politique monétaire excessivement expansionniste* ne peut stopper un processus de désendettement lorsque celui-ci est nécessaire. Dans le même temps, l'excès de liquidité a déjà fait apparaître de nouvelles bulles* sur les prix des actifs* avant même que les économies n'aient vraiment redémarré, notamment sur les actifs essentiels que sont les matières premières et les taux de change*. Un phénomène classique. Après les crises, les politiques monétaires (et budgétaires) sont toujours en retard sur la reprise économique, car, pendant un certain temps, l'emploi continue de se dégrader et les pressions déflationnistes subsistent. Dès lors, le risque est grand de fabriquer une nouvelle crise financière encore plus dévastatrice que celle que nous venons de vivre.

Que risque-t-il de se passer en effet ? La liquidité mondiale* croît encore plus rapidement qu'avant la crise, puisqu'elle est dopée à la fois par les politiques monétaires très expansionnistes* des grands pays de l'OCDE et, à nouveau depuis avril 2009, par l'accumulation de réserves de change* dans les pays émergents nécessaire pour stabiliser le dollar. L'excès de liquidité va écraser les primes de risque (puisque, dès lors que les investisseurs peuvent utiliser cette liquidité abondante et peu coûteuse pour acheter des actifs risqués, l'excès de demande pour ces actifs débouche sur l'écrasement des primes de risque, comme on a déjà eu l'occasion de le constater entre 2003 et 2007), la disparition des primes de risque empêchera inévitablement les banques de dégager des marges

suffisantes sur leurs opérations « normales » (et aussi socialement utiles, à commencer par la distribution du crédit ou la couverture des risques pour leurs clients) et les encouragera une fois de plus à développer leurs activités à risque, à commencer par le *trading* pour compte propre*, pour préserver leur rentabilité. De la même manière, la disparition des primes de risque sur les actifs financiers dits « normaux » incitera à nouveau les investisseurs à privilégier les actifs aussi risqués que complexes et le levier* d'endettement pour obtenir du rendement.

L'excès de liquidité et la taille excessive des flux de capitaux constituent la clé de la stabilité du système financier et il ne sert à rien de vouloir réglementer les activités financières si les banques centrales sont incapables de la contrôler. Sans volonté et, qui plus est, sans volonté commune de maîtriser ce flot, le risque est grand de voir la finance mondiale saisie à nouveau par ses vieux démons. Il est plus facile pour le G20 de réguler les banques que de contribuer à coordonner les politiques des banques centrales ou de peser sur le régime mondial des changes. Pourtant, il est aujourd'hui aussi important de contrôler la quantité de monnaie qui fragilise le système financier mondial que la quantité de CO₂ qui pollue l'atmosphère. Mais nul ne doute que la création d'une Organisation mondiale de la monnaie, sorte de « nouveau FMI » qui disposerait vraiment des moyens d'agir sur le choix des régimes de change et de coordonner le fonctionnement du système monétaire international, constitue un défi autrement difficile à relever que d'encadrer les bonus des *traders*. Elle suppose en effet que l'esprit de coopération prenne le pas sur les intérêts nationaux des grandes puissances économiques et financières, à commencer par ceux du couple leader de la première moitié du siècle, les États-Unis et la Chine. C'est à ce prix que les stratégies de sortie* des banques centrales éviteront une nouvelle secousse.

Glossaire

ABS : voir « *Asset-backed security* ».

Acheteur en dernier ressort : en achetant des actifs sur les marchés financiers, les banques centrales se donnent les moyens, en cas de crise, d'agir sur les prix d'actifs, voire de rétablir la liquidité sur tel ou tel marché d'actifs où, momentanément, il n'y a plus d'acheteurs privés. Cette action vise à stabiliser les prix d'actifs, lorsque ceux-ci s'éloignent exagérément à la baisse des prix que l'on peut considérer comme « normaux ». Mais, ce faisant, les banques centrales augmentent la base monétaire, c'est-à-dire la liquidité disponible dans le circuit économique.

Aléa de moralité : changement de comportement d'un agent économique qui, s'il se sent assuré contre un risque, ne prendra plus de précaution contre la réalisation de ce risque.

Ancrage (d'une monnaie) : on dit d'une monnaie qu'elle est ancrée lorsque sa parité reste fixe (ou quasi fixe) par rapport à une autre.

Aplatissement de la courbe des taux : l'écart entre les taux d'intérêt à court terme et les taux d'intérêt à long terme se réduit (lorsqu'au contraire, il s'élargit, on parle de « pentification » de la courbe des taux).

Asset-backed commercial paper (ABCP) : l'*asset-backed commercial paper* est constitué de titres à court terme (en général, 90 à 180 jours) adossés à des actifs (immobilier ou autres actifs commerciaux divers).

Asset-backed security (ABS), ou **valeur mobilière adossée à des actifs** : valeur mobilière dont les flux sont basés sur ceux d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs (emprunts immobiliers, paiements de cartes bancaires ou créances commerciales, par exemple). Les ABS constituent l'une des formes les plus courantes de la titrisation. Les ABS les plus répandus sont assis sur des crédits hypothécaires américains.

Base monétaire, ou monnaie banque centrale : regroupe l'ensemble des formes monétaires émises par la banque centrale, les billets et les dépôts auprès de la banque centrale, c'est-à-dire essentiellement les réserves obligatoires des banques. Elle constitue le fondement de la création monétaire : c'est parce qu'elles ont de la monnaie banque centrale que les banques de second rang peuvent accorder des crédits (les dépôts font les prêts), qui, à leur tour, donneront de nouveaux dépôts (les prêts font les dépôts), initiant ainsi un processus multiplicateur. Par diverses techniques (*open market*, réescompte), la banque centrale dispose de moyens de contrôler la base monétaire.

Benchmarking : désigne toute approche comparative des performances des entreprises ou de tel ou tel acteur de la vie économique, comme par exemple celles des investisseurs ou des opérateurs de marché.

Bulle : appréciation extrême du prix d'un actif.

Chômage keynésien (équilibre de) : lorsqu'il y a épargne importante, accumulation de capacités de production et sous-emploi, l'économie se trouve dans un équilibre dit de sous-emploi global (excès d'offre de biens et services, excès d'offre de travail), appelé encore « équilibre de chômage keynésien ». Dans cette situation, il y a à la fois pression à la baisse sur les prix des biens et services et pression à la baisse sur les salaires.

Collatéral (actif pris en) : un collatéral est un actif transférable ou une garantie apportée servant de gage au remboursement d'un prêt, dans le cas où le bénéficiaire du prêt ne pourrait pas satisfaire ses obligations de paiement.

Commercial paper : aux États-Unis, le *commercial paper* est un titre de créances négociables, émis par les entreprises sur le marché monétaire.

Contracyclique : voir « Procyclique ».

Conventionnel/non conventionnel : se dit de la politique monétaire d'une banque centrale. Elle est « conventionnelle » si la banque centrale se porte acquéreuse d'actifs financiers auprès des banques afin de les refinancer et « non conventionnelle » si elle se traduit par des achats réalisés directement sur le marché.

Core inflation : voir « Inflation sous-jacente ».

Courbe des taux : permet de visualiser la relation existant entre les valeurs des taux d'intérêt et leurs termes. D'une manière générale, la courbe est croissante du fait de l'existence d'une prime de risque (taux longs supérieurs aux taux courts, à cause du risque de défaut de paiement s'accroissant avec le temps), associée à la préférence naturelle des investisseurs pour la liquidité. Toutefois, elle peut s'inverser, notamment lorsque les investisseurs anticipent une récession qui entraînera une baisse des taux courts.

Covered bond : une obligation collatéralisée ou *covered bond* est une obligation dont le remboursement et le paiement des intérêts sont assurés par les flux de revenus d'un actif qui sert de garantie, souvent un portefeuille de prêts hypothécaires.

Crédibilité : le fait que les agents économiques croient que la banque centrale ne laissera jamais réapparaître l'inflation fait disparaître les anticipations inflationnistes.

Crédit hypothécaire, ou *mortgage* : crédit immobilier avec le bien immobilier pris comme garantie par la banque.

Crise de liquidité : situation où une banque (ou une entreprise) ne peut pas transitoirement faire face aux demandes de remboursement de sa dette à court terme.

Croissance potentielle : rythme de croissance soutenable sans tensions inflationnistes sur les marchés des biens et du travail.

Currency board (caisse d'émission monétaire) : régime monétaire fondé sur l'engagement explicite de maintenir le taux de change entre la monnaie nationale et une devise étrangère (par exemple, le dollar) et d'assurer une convertibilité automatique de la monnaie nationale. La masse monétaire fiduciaire en circulation doit alors être partiellement ou totalement couverte par les réserves de change. Ce type de régime signifie un abandon quasi complet de toute souveraineté monétaire. Son adoption vise généralement à juguler l'inflation, en contraignant la politique monétaire nationale dans les pays confrontés à des problèmes endémiques de forte inflation.

Déflation : situation où la faiblesse de la demande entraîne la baisse du prix des biens et du prix des actifs et qui s'auto-entretient avec l'augmentation des taux d'intérêt réels, la baisse des profits et la perte de richesse.

Discount window : instrument de politique monétaire qui permet à la banque centrale américaine (la Fed) de prêter des fonds aux banques pour une période très courte en cas de crise de liquidité. Les banques empruntent ces fonds à un taux que l'on appelle le « *discount rate* », fixé par la banque centrale en fonction de ses objectifs de politique monétaire.

Effet richesse : impact d'un changement du niveau de richesse sur la consommation, l'effet richesse est généralement associé à un changement de la valeur des actions ou des biens immobiliers. Si celle-ci augmente, on parlera d'effet richesse positif ; si elle baisse, d'effet richesse négatif.

Équilibre déflationniste : dans un tel équilibre, la préférence des agents économiques (banques, investisseurs, ménages) pour la

liquidité est très forte. Il n'y a ni inflation, ni redémarrage du crédit, ni reprise économique.

Exit strategy, ou stratégie de sortie : confrontées aux critiques de ceux qui estiment que l'excès de liquidité mondiale créée au cours des dernières années fera revenir l'inflation, les banques centrales ont été en 2009 invitées à détailler les moyens qu'elles mettront en œuvre pour détruire cette liquidité excessive (ventes d'actifs détenus à leurs bilans, modification de la rémunération des réserves bancaires, mise en place de *reverse repos*, etc.).

Externalité : désigne une situation économique dans laquelle l'acte de consommation ou de production d'un agent influe positivement ou négativement sur la situation d'un autre agent non impliqué dans l'action, sans que ce dernier ne soit totalement compensé/ait à payer pour les dommages/bénéfices engendrés.

Fuite devant la monnaie : lorsque les agents économiques se mettent à douter de la qualité d'une monnaie, ils vont être tentés de s'en débarrasser. La valeur de la monnaie reposant sur la confiance, il appartient aux autorités de réaliser les conditions de cette confiance. La première, c'est évidemment la santé générale de l'économie. La seconde, c'est d'éviter une émission excessive de monnaie qui pourrait engendrer un comportement de « fuite devant la monnaie ». La perte de confiance dans la monnaie s'est produite dans l'histoire occidentale de ce siècle en Allemagne en 1923 (crise de Weimar).

Hedge fund : contrairement à ce que son nom suggère (dans le langage des marchés financiers, *hedge* signifie « couverture »), le *hedge fund* est un fonds d'investissement non coté à vocation spéculative. Il utilise les marchés dérivés et l'effet de levier. Il offre une diversification supplémentaire aux portefeuilles « classiques », car ses performances sont, en théorie, déconnectées de celles des marchés actions et obligations.

Inflation sous-jacente, ou *core inflation* : inflation hors effets des variations des prix de l'alimentation et de l'énergie.

Inflation targeting, ou ciblage d'inflation : comportement de la banque centrale qui fait de la lutte contre l'inflation son objectif fondamental et cherche à contrôler l'inflation future telle qu'elle l'anticipe.

Injection de liquidités : politique monétaire par laquelle la banque centrale accroît la base monétaire (la quantité de monnaie banque centrale) en achetant des actifs aux agents économiques privés (aux banques).

Instabilité dynamique : lorsque les prix des actifs montent, la demande pour ces actifs augmente et ceci pousse leur prix encore davantage à la hausse. Lorsqu'ils baissent, la demande diminue, ce qui, là encore, accélère le mouvement des prix, cette fois à la baisse.

Intermédiée (économie) : on dit d'une économie qu'elle est intermédiée lorsque la majeure partie de son financement est assurée par le système bancaire (tel est plutôt le cas des économies de la zone euro ou du Japon), par opposition à une économie dite « désintermédiée », c'est-à-dire financée en majorité directement par les marchés financiers (États-Unis, Grande-Bretagne).

Levier : utilisation de la dette pour accroître ses ressources propres et pouvoir acquérir davantage d'actifs.

Liquidité mondiale : monnaie créée par l'ensemble des banques centrales.

Marché interbancaire : marché sur lequel ne peuvent intervenir que les banques et autres établissements financiers.

Monétisation de la dette : en émettant de la monnaie, l'État peut financer le remboursement de ses emprunts passés ; on parle alors de monétisation de la dette.

Monétisation non inflationniste : dans un monde ouvert, un excès de création monétaire ne débouche pas sur une spirale inflationniste, car il ne se déverse pas forcément dans les prix des biens et services tant que le monde est dans une situation d'excès d'offre et de sous-emploi.

Monnaie banque centrale : voir « Base monétaire ».

Mortgage : voir « Crédit hypothécaire ».

Neutralité ricardienne : théorie économique qui postule que, sous certaines conditions, il y aurait équivalence (ou neutralité) entre l'augmentation de la dette publique aujourd'hui et celle des impôts requise demain par le remboursement de cette dette et le paiement des intérêts. En conclusion, si les agents économiques se comportent de manière rationnelle, une politique de relance ne les incitera pas à consommer, mais plutôt à épargner en prévision des hausses d'impôts futures.

Non conventionnelle : voir « Conventionnelle ».

Output gap : différence de niveau entre la production effective et la production potentielle. Si la production effective est inférieure à la production potentielle, on parlera d'un *output gap* négatif (les ressources en capital et en forces de travail ne sont pas allouées de manière optimale). *A contrario*, un *output gap* positif indiquera que la production effective est supérieure à ce que les ressources en capital et en travail peuvent durablement supporter. C'est alors un indicateur avancé du retour de tensions inflationnistes.

Pentification de la courbe des taux : l'écart entre les taux d'intérêt à court terme et les taux d'intérêt à long terme s'accroît (lorsqu'au contraire, il diminue, on parle d'« aplatissement » de la courbe des taux).

Politique monétaire accommodante : voir « Politique monétaire expansionniste ».

Politique monétaire expansionniste, ou accommodante : se dit d'une politique monétaire lorsque les autorités monétaires baissent les taux d'intérêt (le loyer de l'argent) et/ou injectent des liquidités (en achetant des actifs contre liquidités) pour faciliter l'activité économique.

Politique monétaire restrictive : se dit d'une politique monétaire lorsque les autorités monétaires augmentent les taux d'intérêt (le

loyer de l'argent) et/ou reprennent des liquidités (en vendant des actifs contre liquidités) pour freiner l'activité économique.

Prêteur en dernier ressort : l'un des rôles essentiels des banques centrales est d'assurer la stabilité financière, c'est-à-dire le bon fonctionnement des marchés financiers et des systèmes de paiement. Pour ce faire, elles sont les fournisseurs ultimes de la liquidité ; autrement dit, elles accordent à titre exceptionnel des prêts à court terme aux banques commerciales lorsque celles-ci sont confrontées à un problème de liquidité.

Prise en pension : voir « *Repo* ».

Private equity, ou capital-investissement : les fonds de capital-investissement prennent des participations dans des entreprises non cotées.

Prix d'actif : valeur de marché d'un actif financier (action, obligation...) ou d'un actif immobilier.

Procyclique (politique monétaire) : une politique monétaire est dite procyclique lorsqu'elle contribue à accentuer la pente naturelle du cycle (si elle abaisse le loyer de l'argent en période de forte croissance ou, au contraire, l'augmente en période de récession). Elle est contracyclique lorsqu'elle vise à stabiliser l'activité économique en lissant le cycle.

Quantitative easing : terme utilisé pour qualifier l'achat par une banque centrale d'actifs financiers, notamment auprès des banques, en échange de liquidités créées *ex nihilo*. Le mot « *quantitative* » fait référence à l'offre supplémentaire de monnaie et le mot « *easing* » au fait que l'on cherche ainsi à desserrer la pression qui s'exerce sur les banques commerciales en raison du gel momentané des liquidités disponibles. Réalisée à travers les opérations d'*open market*, cette création de monnaie supplémentaire vient augmenter la base monétaire mondiale afin de soutenir l'activité économique.

Recyclage des capitaux : réinvestissement par les pays émergents et producteurs de matières premières de leurs excédents commerciaux sur les marchés financiers des grands pays de l'OCDE.

Rendement sur fonds propres, ou *return on equity* : c'est la rentabilité des capitaux propres ou rentabilité financière. Elle se mesure au ratio résultat net / capitaux propres d'une entreprise.

Repo, ou pension livrée : le terme « *repo* » est la contraction de « *sale and repurchase agreement* ». Il désigne une transaction dans laquelle deux parties s'entendent simultanément sur deux transactions : une vente de titres au comptant suivie d'un rachat à terme à une date et à un prix convenus à l'avance. Cette transaction est qualifiée en français de pension livrée (prise ou mise en pension). L'opération représente une prise en pension des titres par le prêteur de cash et une mise en pension des titres par le prêteur de titres. Le titre adossé au *repo* est baptisé collatéral de l'opération.

Réserve de change : actifs en devises étrangères détenus par les banques centrales.

Residential mortgage-backed security (RMBS) : titre adossé à des crédits hypothécaires sur de l'immobilier résidentiel.

RMBS : voir « *Residential mortgage-backed security* ».

Seigneuriage : le seigneuriage international consiste, pour un pays, à utiliser la dépréciation de sa monnaie pour rétablir sa solvabilité externe, autrement dit la capacité à financer sans difficulté son déficit extérieur.

Spread (écart) de taux : écart entre le taux d'intérêt sur la dette d'une entreprise et celui sur la dette de l'État dont toutes les caractéristiques sont identiques, sauf la qualité de la notation.

Stérilisation : si la banque centrale d'un pays veut maintenir constante la monnaie en circulation, elle doit compenser toute entrée de devises par une diminution soit de ses concours au Trésor, soit des refinancements accordés aux banques (et, symétriquement, toute sortie par une augmentation de ses concours au Trésor ou de ses refinancements aux banques).

Stratégie de sortie : voir « *Exit strategy* ».

Stress test : le *stress testing* (ou « test de résistance » en français) étudie les effets d'un ensemble de changements dans les facteurs de risque résultant d'événements exceptionnels, mais plausibles sur la valorisation d'un portefeuille. C'est une procédure visant à créer des simulations de crise, à travers des scénarios qui peuvent être de nature variée. Ainsi, des scénarios dits historiques, c'est-à-dire basés sur des expériences passées, peuvent côtoyer des scénarios dits hypothétiques fondés sur des événements jugés possibles en fonction des changements éventuels de facteurs macroéconomiques, sociologiques ou politiques. À ces scénarios de stress, peuvent également venir s'ajouter des tests de sensibilité, dont le plus connu consiste à augmenter ou à dégrader instantanément des paramètres définis de risque d'un ou plusieurs grades ou en termes de pourcentage.

Swap de taux d'intérêt : produit dérivé financier (en français, « contrat d'échange de taux d'intérêt ») généralement utilisé pour se couvrir sur un risque de taux. C'est un contrat dans lequel deux parties s'engagent mutuellement à se verser des flux financiers calculés sur un montant notionnel, pendant une période déterminée selon une fréquence et une base de calcul calendaire. Le principe est de comparer un taux variable et un taux garanti et de se verser mutuellement les différentiels de taux d'intérêt sans échange en capital. Il est particulièrement adapté à la gestion du risque de taux à long terme en entreprise.

Taux de change réel : taux auquel un individu peut échanger un bien d'un pays contre un bien d'un autre pays. La différence entre taux nominal et taux réel tient à la prise en compte des variations relatives des prix entre les deux pays considérés. Le taux de change réel, c'est le taux de change nominal entre deux monnaies déflaté des prix.

Taux d'emploi : proportion de personnes disposant d'un emploi parmi celles en âge de travailler (15 à 64 ans). Il reflète la capacité d'une économie à utiliser ses ressources en main-d'œuvre.

Taux d'épargne : rapport entre le montant de l'épargne et le revenu disponible brut.

Taux d'intérêt à court terme : taux d'intérêt pratiqué sur les créances à court terme (0 à 2 ans).

Taux d'intérêt à long terme : taux d'intérêt pratiqué sur les créances à long terme (au-delà de 2 ans jusqu'à 30 ans).

Taux d'intérêt nominal : taux d'intérêt fixé lors d'une opération d'emprunt ou de prêt acquitté par l'emprunteur au prêteur.

Taux d'intérêt réel : taux d'intérêt effectif (nominal) dont on déduit l'inflation anticipée.

Taux directeur : taux d'intérêt à court terme que les banques centrales contrôlent par leurs opérations (achats ou ventes d'actifs contre liquidités) sur les marchés financiers.

Taux d'utilisation des capacités de production : fraction des capacités de production existantes (en utilisant tout le capital en place et tout le travail nécessaire) effectivement utilisée pour produire.

Titrisation : technique par laquelle un établissement de crédit sort de son bilan un ensemble de créances similaires pour les apporter à un fonds commun de créances (FCC), afin de céder plus facilement par la suite des parts de ce fonds.

Trading pour compte propre : opération d'achat ou de vente de titres sur le marché qu'une institution financière réalise non pas pour le compte d'un de ses clients, mais pour son propre compte dans le but de dégager des profits financiers.

Trappe à liquidité : l'existence de la trappe à liquidité a été postulée par John Maynard Keynes dans sa *Théorie générale*. Dans un contexte de récession, une des méthodes de relance est la diminution du taux d'intérêt et l'augmentation de la masse monétaire. Cependant, les agents réagissent à leur prévision du taux d'intérêt par rapport à un taux considéré comme normal. Selon Keynes, les agents économiques arbitrent, dans la répartition de leur portefeuille, entre la détention d'obligations (un actif risqué dont le

cours varie de manière inverse au taux d'intérêt) et la détention de monnaie (un actif non risqué). Lorsque le taux d'intérêt est faible, les agents prévoient (spéculent) qu'il va nécessairement augmenter et veulent donc détenir de la monnaie, le cours des obligations étant amené à diminuer. Il existe alors un taux critique, pour lequel la demande de monnaie est parfaitement (infiniment) élastique : les agents pensent alors *tous* que le taux va augmenter et leur préférence pour la liquidité est alors absolue. Une politique monétaire de baisse du taux d'intérêt est de ce fait totalement inefficace dans le cadre d'une relance.

Volatilité : la volatilité d'un actif mesure l'importance des variations de son cours sur une période donnée. Chaque actif varie à la hausse ou à la baisse lorsqu'il est coté. Ces mouvements sont d'amplitude plus ou moins forte. Plus ces variations sont fortes sur un laps de temps réduit, plus on dit que la volatilité est importante. Elle constitue une mesure du risque sur cet actif.

Table des figures

1.1. Évolution de la base monétaire mondiale (en % du PIB mondial en valeur)	7
1.2. Taux d'intérêt et taux de croissance du PIB mondial (pondérés par les PIB \$PPA)	9
1.3. Évolution des réserves de change mondiales (en milliards de dollars)	11
1.4. Accumulation de réserves de change et création monétaire	12
1.5. Principaux taux directeurs	18
1.6. Écart entre le taux d'intérêt interbancaire 3 mois et le taux directeur (en %)	19
1.7. Évolution du PIB (en volume, glissement annuel en %)	21
1.8. Prêteur et acheteur en dernier ressort	26
2.1. Chômage keynésien (excès d'offre de biens et de travail)	39
2.2. Mortel enchaînement...	47
3.1. La politique d'achat d'actifs au cœur d'un conflit de politique économique ?	58
3.2. Instabilité dynamique des prix d'actifs	59
3.3. Les agents économiques privés et la fuite devant la monnaie (exemple du dollar)	68

134 - *La liquidité incontrôlable*

4.1. Système de Bretton Woods inversé, ou la dynamique déstabilisante	80
5.1. États-Unis : bilan Fed et réserves (en milliards de dollars)	100
5.2. Un profil de croissance très particulier	104
5.3. Prévisions de croissance du PIB jusqu'en 2012 (volume, glissement annuel en %)	105
5.4. Gap de production (en %)	105
5.5. Un déséquilibre accru dans l'allocation de l'épargne mondiale ?	110

Index

A

Acheteur en dernier ressort 22, 26,
54, 59, 118
Agence de notation 60

B

Base monétaire 5, 40, 56
Bloc monétaire régional 93
Bretton Woods 75, 77
- inversé 78
Bulle sur prix d'actifs 43, 50, 94,
109, 113

C

Chômage keynésien 39
Corner solutions 90

D

Déflation 32
- japonaise 34
Désendettement 27
Droit de tirage spécial (DTS) 81,
82
DTS. *Voir* Droit de tirage spécial

E

Effet richesse 40

Endettement 37, 107
Exit strategy. *Voir* Stratégie
de sortie

F

Fuite devant la monnaie 65

G

Globalisation 35
Grande modération 8, 117

I

Inflation 8, 31, 36, 41, 56, 69, 101
- des prix d'actifs 42
- targeting 8, 69
Instabilité dynamique 59

L

Liquidité mondiale 2, 5, 10, 46, 48,
79, 84

M

Mimétisme rationnel 45
Monétisation
- des dettes 41, 106, 110
- non inflationniste 41

P

- Politique de money rain 25
- Politique monétaire 6
 - conventionnelle 23
 - expansionniste 6, 7, 16, 27, 38, 101, 113
 - non conventionnelle 23, 37
 - quantitative 37, 55
- Préférence pour la liquidité 33
- Prêteur en dernier ressort 19, 26, 54, 118
- Prix d'actifs 40, 59, 63, 67, 71

Q

- Quantitative easing. *Voir* Politique monétaire quantitative

R

- Rendement des fonds propres 45
- Réserve de change 10, 28, 69, 78

S

- Seignuriage 76, 79, 85
- SMI. *Voir* Système monétaire international
- Solutions extrêmes. *Voir* Corner solutions
- Stratégie de sortie 28, 97, 101, 109
- Système monétaire international (SMI) 84

T

- Taxe inflationniste 41
- Théorie quantitative de la monnaie 35, 41
- Trappe à liquidité 20

Depuis le début de la crise, le comportement des banques centrales est au centre du débat. Pour les uns, grâce à la vitesse et à l'ampleur de leur réaction, les gendarmes monétaires, en particulier ceux de la Réserve fédérale américaine et de la Banque centrale européenne, ont évité l'effondrement déflationniste et sauvé la planète. Pour les autres, en inondant l'économie de liquidités, ils nous ont déjà condamnés à vivre les affres d'une nouvelle crise. Une chose est sûre : les politiques monétaires ont été au cœur du maelström qui a failli emporter l'économie mondiale et elles sont aujourd'hui au centre de toute stratégie de « sortie » de crise...

Patrick Artus et Marie-Paule Virard ont voulu alimenter ici la réflexion et le débat sur le futur rôle des banques centrales.

- Comment revisiter leur mission afin qu'elles puissent contribuer efficacement à la réduction des risques qui menacent l'économie mondiale ?
- Quand disposeront-elles des moyens de réguler vraiment le système monétaire international, d'éviter une guerre dévastatrice des taux de change ?
- De quoi ont-elles besoin pour contrôler l'évolution des prix d'actifs, source de nouvelles bulles aussi imprévisibles que dangereuses ?

Telles sont les questions qui vont dominer la politique économique et financière du monde dans les années à venir et sur lesquelles les auteurs apportent ici leur libre éclairage et des propositions novatrices.

Patrick Artus est directeur de la recherche de Natixis, professeur à l'École polytechnique et professeur associé à l'université Paris 1 Panthéon-Sorbonne.

Marie-Paule Virard, ancienne rédactrice en chef du magazine Enjeux-Les Échos, est journaliste indépendante.

Économie / Finance

PEARSON

Pearson Education France
47 bis, rue des Vinaigriers
75010 Paris
Tél. : 01 72 74 90 00
Fax : 01 42 05 22 17
www.pearson.fr

ISBN : 978-2-7440-7360-1

