



HAL
open science

La politique monétaire fragilisée par la crise financière

Alain Bienaymé

► **To cite this version:**

Alain Bienaymé. La politique monétaire fragilisée par la crise financière. Revue Sociétal, 2012, pp.7.
hal-00946584

HAL Id: hal-00946584

<https://hal.science/hal-00946584>

Submitted on 13 Feb 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La politique monétaire fragilisée par la crise financière

Paru dans *Sociétal* 2012 3^o tr. sous le titre : « Face à la crise financière, rénover la politique monétaire ».

L'hyperactivité des marchés financiers observée au cours des années récentes pose une question inédite et embarrassante aux autorités monétaires et financières. Le ralentissement actuel de la demande de crédits ne doit pas la faire négliger. En effet, la politique monétaire menée par les banques centrales tourne traditionnellement autour de l'équation des échanges. Cette équation synthétise les relations entre la valeur monétaire des transactions sur les biens et les services produits pendant une année et la quantité de monnaie correspondant au financement de ces transactions. Plus précisément, elle mesure la quantité de monnaie nécessaire pour assurer le bon dénouement des échanges, compte tenu des besoins d'encaisses liquides des agents économiques. Elle revêt la forme suivante :

$$M \cdot V = P \cdot T$$

Dans cette équation, T désigne le volume total des transactions sur biens et services produits et délivrés au cours de l'année. Les services fournis à l'économie non financière par les banques et autres institutions financières figurent dans le PIB du pays.

P désigne le niveau général des prix pondérés par les volumes échangés au cours de l'année. L'inflation dont la maîtrise incombe aux banques centrales ne concerne que les prix des composants du PIB du pays.

M désigne la masse monétaire en circulation ; elle varie journallement en augmentant au fil des nouveaux prêts consentis par la Banque Centrale aux établissements de crédit et en diminuant au rythme des remboursements et des dépôts reçus dans ses comptes.

V désigne le nombre de transactions auxquelles chaque euro (ou chaque unité de toute autre devise) sert par unité de temps (mettons l'année). V varie en sens inverse du montant des encaisses que leurs détenteurs souhaitent conserver sous forme liquide.

Si la valeur ajoutée par les institutions financières figure dans le PIB, en revanche l'équation des échanges donne une vision incomplète de la valeur des transactions portant sur les actifs financiers dont la durée de vie déborde l'année d'observation et qui représentent des encours, des stocks sur titres assimilables à des biens d'occasion (actions, titres de dettes, devises).

En quoi l'hyperactivité des marchés financiers met elle en cause la politique monétaire ? On qualifie d'accommodante la politique de crédit qui augmente l'offre de monnaie (M) au-delà du strict nécessaire pour financer les transactions sur biens et services et stabiliser le niveau général des prix (P). La BCE a fixé en pratique le taux maximum d'inflation tolérables à 2% à moyen terme, en moyenne annuelle. Si les politiques monétaires accommodantes menées par la FED, et d'autres B.C. à sa suite depuis vingt cinq ans, n'ont pas jusqu'à présent déclenché un regain d'inflation, c'est en grande partie à la concurrence internationale et à ses effets sur les prix des biens importés qu'on le doit. Les liquidités créées en abondance par les banques centrales se sont reportées en grande partie sur les marchés financiers. Des marchés où les actifs détenus par les uns sont la contrepartie des dettes encourues par les autres pendant toute la durée de vie des titres correspondants. De sorte que la politique monétaire des pays occidentaux a largement participé à l'accumulation des dettes, à la crise financière qui en a résulté et aux remèdes qu'on tente de lui apporter. L'afflux de capitaux considérables qui a accompagné le développement des marchés financiers a contribué à la montée des cours des actions, sans avoir pour autant stimulé les investissements générateurs de croissance. Par exemple, les statistiques de l'INSEE sur le taux d'investissement des sociétés non financières montrent une remarquable stabilité depuis 1976. Entre 2000 et 2010 ce taux a oscillé autour d'une moyenne stable de 18,6% de leur valeur ajoutée, entre un minimum de 17,5% et un maximum de 20,2% selon les années. La chute de nos parts de marché largement imputable à la faiblesse de notre compétitivité hors prix semble montrer que l'afflux de capitaux, pour spectaculaire qu'il ait pu être, n'a que modérément servi l'intérêt général.

La mondialisation des marchés financiers invite à réviser les concepts et les données statistiques en matière monétaire, un peu comme le commerce international d'aujourd'hui nous invite à réviser la théorie avantages comparés¹. L'équation des échanges devrait tenir compte du détournement des liquidités vers les marchés financiers. Elle devrait alors s'écrire :

$$M \cdot V = P \cdot T + F \cdot A$$

avec A désignant le volume des échanges portant sur les actifs financiers et F leurs prix respectifs pondérés par catégories d'actifs.

¹A. Bienaymé : « Face à la mondialisation, la voie de la « coopétition » : *Sociétal*, n° 60 , 2° trimestre, 2008 ; P. Lamy : « Mondialisation : nouveau conceptuel et renouvellement des politiques, *Commentaire*, printemps 2012, n°137.

La question nous paraît d'autant plus s'imposer que la mondialisation a produit entre autres deux conséquences majeures. La première concerne la multiplication des risques que ressentent les acteurs dans le domaine des relations commerciales et financières. Une telle multiplication a inspiré les vocations à créer des produits censés protéger les acteurs contre la survenance des risques de défaut de paiement, de taux de change, de taux d'intérêt, de cours des matières premières, de désordres climatiques, etc. La mondialisation étant ce qu'elle est, c'est-à-dire un fait qui s'est imposé et ne se commande guère pour l'instant, on peut prédire que le besoin de protection que les assurances traditionnelles ne suffisent pas à satisfaire trouvera toujours des opérateurs qui s'ingénieront à proposer des produits adaptés. La mondialisation à laquelle participe la liberté encore toute relative de circulation des capitaux multiplie les opportunités d'investissement sur les places traditionnelles, comme sur celles des économies émergentes. Et il faudrait aussi tenir compte des transactions immobilières portant sur le parc des bâtiments existants. Le monde submergé par la surabondance des dollars projetés par M. Greenspan et son successeur M. Bernanke vit une deuxième vie sur les marchés secondaires, les marchés « d'occasion ». Ce monde –là nous paraît s'être singulièrement éloigné de l'économie de la production².

Comment dans ces conditions réécrire le mandat des banques centrales ? Comment définir les règles d'arbitrage de la politique monétaire entre le niveau des prix des actifs financiers F qui font l'objet de marchés très volatils et le niveau général des prix des biens et services produits au cours de l'année ?

Les injections successives de liquidités par la FED (*Quantitative Easing I*, *QE II* et *QE III* en préparation) et la BCE même si elles sont partiellement et momentanément stérilisées, agissent sur la masse monétaire et la vitesse des transactions financières dans des conditions mal connues et sans doute instables, de sorte que l'excès apparent de liquidité est plus ou moins compensé par les phénomènes de trappe à liquidités (rétention d'encaisses, placements de dépôts des banques en BC, fuite de capitaux), ceci sans profit pour l'activité économique et l'emploi. De plus, l'effet richesse qui indique que les dépenses des consommateurs des varient non seulement en fonction de leurs revenus disponibles après impôts, cotisations sociales et dépenses contraintes, mais aussi en fonction des variations de leurs patrimoines, recouvre bien des inconnues. Selon qu'ils ont le sentiment de s'être enrichis ou appauvris, les ménages n'adoptent pas automatiquement des réponses symétriques. Les canaux par lesquels les patrimoines se développent ou régressent diffèrent selon que F varie, que le montant des actifs A augmente ou diminue avec l'effort d'épargne, que les épargnants et les gestionnaires

2 A. Touraine : « Le vide, le silence, l'absence de projets et d'idées sont les maladies principales de nos sociétés. C'est à cause d'elles que l'argent ne s'intéresse plus à l'économie: il lui préfère la spéculation" :

« Théorie de l'action sociale », *Commentaire*, hiver 2011 - 12, n° 136, p. 1084.

de fonds prennent en compte les plus ou moins - values latentes ou décident de les liquider en vendant leurs actifs.

Bref, l'effet richesse recouvre des tendances très disparates que les modèles économétriques peuvent simuler sans aboutir à une conclusion ferme. Tout indique de plus que la vitesse de circulation des actions, pour ne prendre que cette catégorie d'actifs, s'est sensiblement accrue ces derniers temps³. Une bonne part (70% selon les estimations de) des opérations les concernant ne procèdent pas d'un jugement informé et délibéré sur la situation réelle des entreprises, mais de logiciels relativement aveugles utilisés pour le *trading* à haute fréquence et la spéculation sur indices boursiers.

Ces désordres auxquels la politique monétaire des décennies précédentes a mené l'Occident créent de nouvelles sources et zones d'incertitude nocives pour l'activité économique, la production et la croissance des années à venir. Ils imposent de compléter les critères d'une bonne politique monétaire. Une politique qui sache mieux discerner entre le développement des transactions financières offrant des protections raisonnables contre les risques de la mondialisation propres aux échanges de biens et services et les opérations dont le but est de transférer les risques individuels mais dont le résultat collectif peut provoquer faillites en chaîne. Le risque systémique qui en découle tient aux interconnexions entre créanciers et débiteurs fort caractéristique du système financier unissant les acteurs, les contrats et les produits échangés.

Avant d'évoquer les voies dans lesquelles les autorités financières pourraient s'engager pour mieux maîtriser les marchés financiers, il faut éclairer la nature des transformations de grande ampleur du système bancaire et financier contemporain⁴. Les économistes sont invités en ce domaine à un deuxième renouveau conceptuel.

Le premier est intervenu au début du XX^e siècle quand on reconnut que les épargnants préféraient placer leurs épargnes en banque plutôt que les prêter directement aux entreprises en quête de capitaux. L'incertitude qui

³ J. Peyrelevade : *Commentaire* printemps 2007, n° 117 ; EDC, groupe éthique financière et A. Bienaymé : « Détenir les actions dans la durée » in "*Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde* », Association d'économie financière. novembre 2010.

⁴ Rapports annuels de la Banque des règlements internationaux ; N.Roubini & S. Mihm, *Économie de crise : une introduction à la finance du futur*, J.C. Lattès, 2010 ; A. Turner et « Shadow Banking and Financial Instability », Cass Business School, Financial Service Authority (14 mars 2012).

entoure les investissements de toute sorte donne aux banques leur raison d'être. L'apport spécifique des métiers de la finance dont elles ont eu longtemps le quasi monopole est triple :

- L'intermédiation financière réduit les asymétries d'information entre les offreurs et les demandeurs de capitaux grâce à l'expertise du personnel des banques.
- La taille des portefeuilles gérés permet de réduire les coûts de transaction grâce aux économies d'échelle.
- Cette taille permet aussi de mieux diversifier les placements et leurs risques. Les plus grandes banques sont relativement plus protégées que les petites contre les risques de liquidité et de solvabilité induits par des retraits massifs de fonds de leurs déposants. La réglementation prudentielle des banques et les assurances garantissant aux déposants la possibilité de retirer leurs fonds ont instauré un climat de confiance favorable au développement de l'épargne et des investissements. L'ajustement de l'épargne et de l'investissement se fait par le haut. Cet effet bénéfique pour la croissance et l'emploi n'immunise cependant pas contre la récurrence des crises financières (Reinhart & Rogoff)⁵

Le deuxième renouveau conceptuel exigé dans la situation présente concerne l'expansion du système d'intermédiation du crédit bien au-delà du système bancaire lui-même et de ses fonctions classiques (collecte des dépôts et prêts aux clients). Sans entrer trop dans le dédale des techniques, plusieurs tendances se sont fait jour depuis trente ans.

Tout d'abord, la collecte des épargnes et de la gestion des patrimoines est aujourd'hui canalisée par de nombreuses institutions financières non bancaires : fonds monétaires, fonds mutuels, fonds de pension, banques d'affaires, assureurs, fonds spéculatifs, fonds de capitaux à risques, *equity funds*, agences de courtage... Ces intermédiaires se sont développés parallèlement aux banques sans être soumis à des réglementations prudentielles aussi strictes, notamment parce que leurs clients sont souvent des acteurs professionnels censés se faire une meilleure appréciation des risques que de simples particuliers.

Mais ce *shadow banking* se livre à des activités qui ressemblent à celles des banques sur deux caractéristiques essentielles (A. Turner, cf. note 4). D'une part, les opérateurs recourent massivement à des emprunts qui peuvent multiplier au-delà du raisonnable leurs moyens d'action par rapport à leurs capitaux propres (effet de levier). Non seulement ils font prendre des risques croissants à leurs actionnaires en cas de retournement de conjoncture, mais leur insolvabilité risque de peser lourdement sur la foule de leurs créanciers. D'autre part, ces entités financières participent comme les banques à la transformation de leurs ressources à court terme dans des prêts à long terme. Cette substitution des maturités permet symétriquement aux entreprises non financières de se procurer des ressources liquides contre des engagements à long terme gagés sur les résultats espérés de leurs investissements. Les intermédiaires encourent de ce fait un risque de liquidité qui peut

⁵ Cette fois, c'est différent : huit siècles de folie financière, Pearson, 2010.

les exposer à une pénurie de crédit soit pour cause de panne de confiance du marché interbancaire, soit pour cause de resserrement de la politique monétaire (*credit crunch*).

Ensuite, la banque fantôme ne s'est pas développée parallèlement au système bancaire, ni indépendamment de celui-ci; les deux compartiments du système financier sont au contraire étroitement liés (Turner). Leur enchevêtrement tient à la transformation profonde opérée par la titrisation des prêts initialement accordés aux secteurs non financiers par les banques et les autres institutions. Le modèle « prêt – surveillance – remboursement » liant durablement les principaux partenaires de la transaction a cédé la place à un modèle « octroi – cession de crédit » qui éloigne l'emprunteur originel du créancier final. Ce qui augmente la liquidité du système, allège les bilans des banques, mais rend le marché de plus en plus opaque à mesure que la chaîne des intervenants du marché et des autres courtiers s'allonge. L'activité du marché financier s'apparente alors à un processus jalonné par des étapes successives au cours desquelles les produits échangés combinent des actifs inégalement risqués dans l'espoir que les actifs mis en devanture attirent par leur qualité AAA les acheteurs de la chaîne d'intermédiation.

Dans ces conditions, les banques centrales se sont trouvées à la suite de la faillite inattendue de Lehman Brothers, obligées d'intervenir « en catastrophe » pour remédier à la paralysie du marché interbancaire par des mesures non conventionnelles de prises en pension ou d'achat d'actifs toxiques. L'offre de monnaie s'est retrouvée, dans un contexte conjoncturel différent de celui des années 1950⁶, prisonnière de « détours de financement » qui l'ont placée sous la dépendance de la demande de monnaie. Symétriquement, les intermédiaires non bancaires sont entrés sous la dépendance des banques centrales. Pour éviter que les instituts d'émission ne soient prisonniers de cette situation, il leur faut se doter d'instruments de surveillance et de contrôle capables d'alerter et d'agir en amont des spirales qui accompagnent les bulles et les crises.

Plusieurs pistes sont en cours de discussion et de concertation au plan international. Il s'agit de contenir la montée des risques liés à la titrisation des prêts et d'améliorer l'appréciation des risques encourus par les échangistes. Pour ce faire une stricte séparation des activités de banque commerciale et de banque d'investissement, à supposer qu'elle soit possible, ne suffirait pas. On évoque par exemple la possibilité d'assimiler les fonds monétaires à des quasi – banques transformatrices de liquidités en engagements à long terme pour leur appliquer des dispositions concernant l'effet de levier, les ratios de liquidité. On évoque aussi l'assainissement des transactions sur produits dérivés en les simplifiant, en les standardisant et en imposant aux opérateurs d'enregistrer dans une chambre de compensation les transactions les concernant ; ce qui revient à

⁶ A. Bienaymé : Croissance et monnaie en plein emploi, éd. Cujas 1964.

limiter les opérations bilatérales de gré à gré. Les réflexions sur l'effet pro - cyclique des dispositifs obligeant les intermédiaires à se pourvoir en garanties collatérales sensibles aux prix courants du marché et la manière d'y remédier sont moins avancées, plus controversées. On peut exiger un renforcement des capitaux propres et des appels de marge pour tempérer les enthousiasmes jugés excessifs.

En se portant à la rescousse des opérateurs privés victimes de leurs imprudences, les États ont atteint des niveaux d'endettement souvent insoutenables. Cette situation oblige à reconsidérer les conditions dans lesquelles s'établit l'équilibre des finances publiques, comme il a été démontré dans le cas dramatique de la Grèce⁷. La publication des déficits budgétaires (total et primaire hors intérêts de la dette publique) renseigne incomplètement sur l'état des finances publiques du pays. Il faut ajouter à la colonne dépenses, le remboursement des emprunts à court et à long terme arrivant à échéance et à la colonne recettes (espérées) le montant des nouveaux emprunts nécessités pour faire face à ces échéances. Les instances parlementaires doivent être informées de la totalité de la situation, parfois de l'impasse dans laquelle le pays s'est fourvoyé.

De même notre représentation de l'équilibre monétaire doit faire droit aux transformations intervenues dans l'offre et la demande de monnaie du fait de la montée des risques liés à la mondialisation et des innovations financières introduites pour tenter d'y faire face. Ces raisons conduisent à traiter conjointement ce qui ressort de la politique monétaire *stricto sensu* et de la stabilisation du système financier et à étendre le mandat des banques centrales.

⁷ O. Berruyer : « Où en est la dette grecque ? », *Sociétal*, n° 75, 1° trim. 2012