



# Les cafés de la statistique

"La statistique éclaire-t-elle les questions de société" ?

Soirée du 7 juin 2016

## Monnaie, crise financière et banques centrales

### *Synthèse des débats* <sup>[\*]</sup>

*La crise financière qui a éclaté en 2008 est-elle derrière nous ? Ou bien, le système financier mondial est-il toujours sous la menace d'une perturbation majeure ? La réponse – incertaine - à ces questions passe par une bonne compréhension de ce qu'est la monnaie et de la confiance qu'elle suppose de la part de ses utilisateurs. Quel rôle les banques centrales jouent-elles à cet égard ? Quels instruments sont à leur disposition ? Avec quel degré d'indépendance vis-à-vis des pouvoirs politiques et des lobbys financiers peuvent-elles les utiliser ? Se coordonnent-elles entre elles ? S'agissant plus précisément de l'euro, que penser des missions de la Banque centrale européenne, des moyens qu'elle met en œuvre - notamment le rachat de dettes publiques et privées et les taux négatifs - et de ses rapports avec les États ? Manque-t-il quelque chose à la monnaie unique pour établir durablement la confiance et affermir la reprise économique ?*

#### **Invité :**

#### **Michel Aglietta**

Professeur émérite à l'Université Paris-Ouest, conseiller scientifique au Centre d'études prospectives et d'informations internationales et à France Stratégie

#### **Exposé introductif :**

En introduction, l'animateur de la soirée exprime les trois sentiments d'un observateur comme lui devant l'actualité de la finance : un vertige, face à l'énormité des montants financiers qu'on évoque chaque jour, par exemple les liquidités que les banques centrales injectent dans l'économie ; une incompréhension, devant des phénomènes qui paraissent contraires au bon sens, comme les taux

---

<sup>[\*]</sup> Tant l'exposé liminaire que le contenu des échanges sont structurés en quelques thèmes, sans suivre l'ordre chronologique. Par ailleurs, l'identité des intervenants n'était pas toujours connue et l'on a choisi de ne pas attribuer nominativement les propos. Au reste, ceux-ci ont été reconstitués à partir des notes du secrétariat sans reprendre leur formulation détaillée. Pour retracer le débat, les thèmes sont souvent introduits sous forme d'une question : ce qui vient ensuite n'est pas la seule réponse de l'invité, mais l'ensemble des contributions des participants.

d'intérêt négatifs ; et finalement une inquiétude profonde, à l'idée qu'une nouvelle crise financière pourrait survenir. N'est-il pas important de mieux comprendre, au moins pour discerner ce qui ne dépend pas de nous, et ce sur quoi nous pouvons avoir prise ?

Michel Aglietta, pour répondre à de tels questionnements, a publié en 2016 « La monnaie entre dettes et souveraineté »<sup>1</sup>, somme résultant de quarante années d'études, notamment celles qu'il a menées en collaboration avec André Orléan<sup>2</sup>.

Comprendre la situation actuelle nécessite d'abord de se rendre compte de la nature de la monnaie.

### Prendre une vue juste de ce qu'est la monnaie, et de son ambivalence

Pour les économistes néo-classiques, les marchés des biens et des services comportent des prix d'équilibre relatifs indépendants de la valeur de la monnaie : celle-ci est « neutre » à l'équilibre, et donc, dans le fond, insignifiante, paradoxalement. Tout autre est la conception d'une « économie monétaire de production », que l'on trouve déjà chez Keynes. Dans cette conception, la monnaie est endogène, parce qu'elle est créée comme contrepartie de l'émission de dettes. Le lien entre les dettes et la monnaie est intrinsèque au lancement des processus économiques : ce sont la circulation des dettes et le règlement des dettes qui coordonnent l'équilibre.

Le système de paiements est donc crucial : il comporte des règles, c'est une institution qui fixe les conditions d'émission de monnaie en contrepartie des dettes, et les conditions de circulation et de règlement de celles-ci par des mécanismes de regroupement, de centralisation et de compensation, en sorte que la monnaie créée lors de l'émission des dettes soit détruite par leur extinction. On dit alors que les paiements sont finaux, c'est-à-dire qu'ils réalisent la valeur que la société reconnaît aux activités privées dont la mise en œuvre avait suscité l'émission des dettes. Tel est le fonctionnement de la loi de la valeur.

Si le processus économique se passe bien, la monnaie créée est donc détruite quand la dette est honorée. Entre les deux moments – le moment de la création de monnaie liée à la création de la dette, et le moment de sa destruction liée au paiement de celle-ci – il s'écoule du temps : le système est celui d'une économie inter-temporelle fonctionnant sur les dettes. Ce décalage temporel introduit une incertitude.

L'économie classique standard, qui conçoit les dettes comme des relations des biens présents aux biens futurs, régies par des prix, ne reconnaît pas cette incertitude. Cette théorie peut introduire le risque, mais celui-ci reste dans le domaine du calcul : il est probabilisable selon des processus stochastiques supposés gaussiens, et il évacue une nouvelle fois la monnaie. Dans la conception d'une économie monétaire de production, c'est tout le contraire. Les dettes sont des promesses, promesses de valeur pour la société : leur extinction reconnaît que la promesse a été réalisée. La monnaie endogène est un processus permanent de flux et de reflux.

Si la dette n'est pas honorée, le reflux de monnaie ne se produit pas, il y a une perte dans l'économie qui s'inscrit en réduction de l'actif au bilan de l'acteur qui subit la perte. Si l'acteur ne bénéficie pas d'un renouvellement de sa dette parce qu'il est jugé potentiellement insolvable par les prêteurs possibles, il devra vendre des actifs en détresse. Il en résulte deux canaux de propagation possibles d'un incident financier en un point particulier de la chaîne des dettes. Le premier est le risque de contreparties si les créanciers du débiteur en difficulté sont eux-mêmes débiteurs de tiers et que le manque de paiement sur leurs créances les met en difficulté sur leurs propres dettes. Le second est

---

<sup>1</sup> « La monnaie entre dettes et souveraineté », Michel Aglietta en collaboration avec Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot – Éditions Odile Jacob économie, avril 2016

<sup>2</sup> Voir bibliographie en annexe.

le risque financier si la vente de détresse, donc non anticipée, d'actifs par le premier débiteur entraîne une détérioration du climat des affaires, provoquant une ruée de vente sur les titres dont les détenteurs craignent une disparition de leur liquidité. La possibilité d'une propagation des dettes réputées insolvables est une caractéristique intrinsèque d'une économie monétaire de production. Le secteur qui s'occupe de gérer, de reconduire dans le temps les dettes, c'est le secteur financier. La finance, c'est ce qui va gérer des valeurs potentielles, qui seront reconduites dans le temps jusqu'à un éventuel règlement final, ou qui ne le seront pas si une panique s'empare des participants aux marchés secondaires des actifs par crainte d'un assèchement de liquidité. Monnaie et finance sont indissolublement liées : il n'y a pas de monnaie sans finance. Ce lien est fondé sur la confiance.

Dans cette période de stress financier provoquée par la propagation dans le temps des détériorations de bilan dues à des dettes non réglées, la recherche de la liquidité devient une obsession qui se répand comme une traînée de poudre. La monnaie qui reste comme liquidité est un pouvoir formidable sur l'économie, car la liquidité peut acheter n'importe quoi. Nous acceptons la liquidité parce que nous pensons que les autres l'acceptent. La liquidité ainsi conçue n'est pas compatible avec la théorie standard de la valeur, dans laquelle les individus agissent en fonction de leurs utilités propres, qui sont séparées. En réalité, chaque individu veut la liquidité dès lors que les autres aussi la veulent. Et cet effet mimétique peut provoquer des effets « boule de neige », comme on l'a vu aux États-Unis en septembre 2008 lorsque aucune banque ne voulait plus prêter à aucune banque : dans une telle situation de stress, c'est-à-dire d'effondrement de la confiance, tout le monde se précipite sur la liquidité, et cela empêche l'économie de fonctionner puisque la monnaie n'est pas détruite, n'est pas relancée dans les circuits d'échange. La liquidité peut être recherchée pour elle-même de manière obsessionnelle : les acteurs qui le peuvent accumulent des liquidités qui ne sont pas relancées, et on est en situation de crise larvée. Le pivot du passage d'une situation de fonctionnement normal à une situation de crise, c'est l'ambivalence de la liquidité : elle n'est plus considérée comme une réalité sociale du système des paiements, mais comme un objet d'appropriation.

La monnaie est à la fois une institution publique indispensable au fonctionnement du système des paiements, non appropriable, et en même temps, par la liquidité, un objet d'appropriation qui peut perturber, voire détruire, le système des paiements et l'économie.

Cette ambivalence de la monnaie est absolument décisive.

### Monnaie et souveraineté

En tant qu'institution publique, la monnaie ne peut être gérée que par une entité politique : elle dépend de la souveraineté suivant laquelle les institutions sont légitimes. Certes, de nos jours, les monnaies sont gérées par des banques centrales. Mais, dans tout espace disposant d'une souveraineté, une telle banque centrale dépend d'un ordre constitutionnel qui lui donne une charte, et cette charte est contrôlée par le Parlement. C'est le cas aux États-Unis, en Angleterre, etc. De ce point de vue, l'euro fait exception : c'est une monnaie commune, qui existe à la fois comme liquidité et comme système de paiements (à travers le système TARGET<sup>3</sup>), mais qui ne dépend pas d'un véritable « souverain ». Elle a seulement été instituée par un traité entre des États, sans qu'il existe un pouvoir politique et un Parlement capables de jouer vis-à-vis d'elle le rôle de souverain actif. C'est en ce sens qu'on peut dire que c'est une monnaie « incomplète ». C'est pourquoi, en 2010, lorsque l'euro a connu une crise du fait de la situation financière de l'État grec, la Banque centrale européenne a dû dépasser *de sa propre autorité* les limites très étroites qui lui avaient été assignées par le traité de Maastricht.

---

<sup>3</sup> TARGET : système de compensation des paiements internationaux entre les banques et les banques centrales des différents pays composant la zone Euro. L'acronyme désigne : "Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system".

## Crises et confiance

En temps normal, qu'est-ce qui permet aux acteurs économiques de procéder aux échanges ? C'est la confiance, confiance dans le bon fonctionnement du système des paiements. La crise intervient quand cette confiance disparaît et fait place à une incertitude profonde, qui empêche les acteurs de calculer quoi que ce soit sur les valeurs futures des actifs : ils se replient alors sur le présent, en cherchant à détenir la liquidité, ce qui peut entraîner l'effondrement des investissements. Dans une théorie économique sans incertitude, où le mot « confiance » n'a pas sa place, il n'est pas possible de concevoir ce type de crise.

Pour qu'il y ait cette confiance, il faut qu'une instance supérieure empêche les individus d'accaparer la liquidité. Dans le monde germanique, marqué par une conception kantienne de la souveraineté, le politique est dominé par une norme éthique, fruit de l'histoire et de la culture, cristallisée dans des normes juridiques : c'est l'ordre constitutionnel, inscrit dans la loi fondamentale, protégé par la Cour constitutionnelle de Karlsruhe, qui se situe ainsi au dessus de l'État. Et la confiance dans la monnaie relève de cette norme éthique. C'est ce qui fonde l'ordo-libéralisme : le système constitutionnel qui légitime la monnaie doit être indépendant de tout pouvoir qui peut devenir arbitraire, qu'il soit privé ou public. La Banque centrale doit être indépendante des lobbys financiers, comme elle doit être indépendante de l'État.

La conception française est différente : comme le pensait Keynes, c'est le politique qui est le mode de légitimation de la monnaie, et non pas une norme éthique, qui n'existe pas. Dans la perspective rousseauiste du contrat social, c'est l'assemblée démocratique qui est le garant final de la légitimité de la monnaie. D'où la difficulté qu'a rencontrée en France la notion d'indépendance de la banque centrale, dans les années 1990.

Ces différences entre les principes les plus profonds qui font la cohésion sociale dans les deux pays sont sous-jacentes aux difficultés qu'ils rencontrent pour s'entendre quand il s'agit de dépasser les problèmes actuels de l'euro.

### Trois niveaux de confiance, trois types de crises

La confiance dans la monnaie est structurée en trois niveaux. Au niveau le plus basique, il y a la confiance dans le système de circulation horizontale des dettes : c'est la confiance méthodique. C'est elle qui évite qu'on ait besoin de recourir à un notaire pour chaque transaction financière quotidienne ! Elle est essentiellement fondée sur la répétition des engagements croisés entre les acteurs de la finance. Au niveau au-dessus, vient la confiance dans le système de compensation et de règlement, dans lequel la banque centrale peut éteindre les dettes en émettant sa propre dette acceptée par tous, la monnaie centrale, monnaie ultime au niveau national : c'est la confiance hiérarchique. Et enfin au sommet du tout, on trouve la confiance dans l'avenir de l'unité de compte, face à la crainte de perdre sa richesse par destruction de cette unité de compte, en cas d'accélération de l'inflation, à la limite jusqu'à l'infini : c'est la confiance éthique dans la monnaie. Il faut que ces trois formes de confiance soient bien ancrées pour que les agents économiques jouent leur rôle normal et ne se précipitent pas sur la liquidité : l'ambivalence de la monnaie est alors maîtrisée.

A ces trois niveaux de confiance correspondent trois types de crises financières. Lorsque la confiance méthodique est en jeu, on se trouve en face de crises financières mineures, qui ne vont pas propager une contagion systémique, et auxquelles la banque centrale peut faire face en reportant certaines dettes pour éviter que l'illiquidité se manifeste et entraîne ensuite l'insolvabilité des dettes. Ce fut par exemple le cas en 2001-2002 lors de la crise des valeurs technologiques aux États-Unis : la Réserve fédérale conduite par Alan Greenspan a mis en place alors une politique de « risk management » pour éviter que les banques soient mises en difficulté par l'effondrement des cours. Lorsque la confiance hiérarchique est en jeu, on est en présence d'une crise bancaire généralisée, et

le processus de contagion s'est déclenché. Il faut alors que la banque centrale remplace le marché monétaire défaillant : c'est ce qui s'est produit à l'automne 2008 aux États-Unis. Il faut pour cela que la confiance hiérarchique soit tenue : le risque existe alors d'un dérapage vers un processus d'hyperinflation, si la banque centrale est amenée à refinancer toutes les dettes ; et c'est alors le troisième niveau de confiance qui est atteint. Lors de la crise de 2008, les grandes banques centrales ont déversé beaucoup de liquidité et sont néanmoins demeurées légitimes : il n'y a pas eu de dérapage inflationniste. La confiance hiérarchique a été testée, mais non remise en cause.

### Les répercussions de la crise de 2008 et la situation actuelle

En Europe, la deuxième crise, consécutive à la contagion des difficultés issues de la situation grecque, a frappé en 2010-2011 avant que le processus de réaction à la première crise, celle de 2008, ait pu avoir lieu complètement : de sorte que l'Europe se trouve dans une situation économique plus difficile que les États-Unis.

Dans ce genre de circonstances, la banque centrale a une responsabilité énorme, car elle doit déterminer, en fonction de sa connaissance des pertes logées dans le système financier, sur quelle étendue elle doit faire jouer son rôle de prêteur en dernier ressort. Ce rôle concerne normalement uniquement les banques : mais si la crise financière est de grande ampleur, il peut s'étendre à toutes les dettes présentes dans l'économie, d'autant plus que celle-ci est une économie financière, qui intègre énormément de formes de transactions non bancaires, et notamment les transactions sur les dettes publiques. Dans une situation de ce type, cela n'a plus de sens de dire que la banque centrale doit être indépendante de l'État : car, comme la dette publique est la dette-pivot du marché financier, il faut absolument la refinancer en la mettant hors marché pour ré-ancrer la confiance. C'est ce qu'a fait la Banque centrale européenne, sous la direction de Mario Draghi, lorsque celui-ci est « sorti de son mandat » fixé par les traités, ou plutôt a réinterprété ce mandat comme comprenant le devoir de maintenir la stabilité financière globale. Depuis, la BCE a refinancé les États de la zone euro à des niveaux très élevés.

Pourquoi n'est-ce pas suffisant pour sortir de la stagnation ? Les dettes privées se sont accrues, atteignant des montants énormes, jusqu'à en devenir impossibles à honorer : les agents qui détiennent les contreparties de ces dettes ne savent absolument pas s'ils récupéreront un jour leur argent. Ils sont donc devenus très prudents. Leur aversion au risque est d'autant plus importante qu'elle avait été faible auparavant, dans la période des années 2000 où la « bulle financière » s'est gonflée. Une bulle se caractérise par le fait que les acteurs qui sont dans la bulle ont intérêt à y rester, tant qu'ils pensent que les autres vont y rester aussi, et ce jusqu'à des niveaux extrêmes. La banque centrale a de grandes difficultés ensuite pour restaurer la confiance dans l'avenir. L'aversion pour le risque conduit les acteurs à garder la liquidité, sous forme de sur-épargne, ce qui entraîne une insuffisance de la demande de biens, et donc une croissance en baisse et qui va vers la stagnation. De plus, comme l'investissement s'arrête, les progrès de productivité, qui sont liés au renouvellement des équipements par des équipements plus modernes, s'arrêtent aussi ; offre et demande interagissent pour réaliser une économie en dépression, ou à tout le moins en quasi-stagnation. La liquidité injectée est seulement maintenue en sur-épargne. C'est ce qui caractérise la situation actuelle en Europe.

### **Débat :**

Le débat a abordé quelques questions techniques liées à la monnaie. Il a permis de replacer la situation actuelle dans le cadre de la mondialisation libérale de la fin du XX<sup>e</sup> siècle. S'agissant plus spécifiquement de l'Europe, les participants se sont interrogés sur les actions de la Banque centrale européenne pour faire face à la crise des dettes publiques et pour relancer l'économie. Enfin, on s'est interrogé sur l'avenir : quelles actions possibles, et quelles perspectives ?

### Quelques questions techniques liées à la monnaie

Quelles sont les relations entre les banques centrales nationales et la Banque centrale européenne (BCE) ? demande un participant. Dans chaque pays, explique l'invité, les transactions entre les agents économiques se reflètent dans les comptes qu'ils détiennent dans les banques commerciales, et via le système de paiement national dans les comptes de ces banques auprès de la banque centrale nationale, au sommet de la hiérarchie. La zone euro introduit un étage supérieur : toutes les banques centrales des pays de la zone euro ont avec la BCE des relations du même type que celles des banques commerciales avec leur banque centrale nationale. Les relations quotidiennes banques centrales – BCE sont réalisées à travers un système de paiements nommé TARGET2 (cf. note 3 ci-dessus). C'est ce système qui assure au quotidien un fonctionnement solidaire entre les économies de ces pays, fonctionnement qui peut être compromis si apparaissent des déséquilibres jugés excessifs (voir ci-dessous l'analyse de la crise grecque de 2011).

A propos du fédéralisme européen impliqué par ce système, un participant doute que les décisions de la cour suprême allemande, la Cour de Karlsruhe, soient toujours inspirées par l'ordo libéralisme et le respect des normes juridiques : ne sont elles pas plutôt « terriblement politiques » ? L'invité peut certes imaginer que les juristes de cette Cour soient sensibles aussi au contexte politique : mais il rappelle que la loi européenne est supérieure à la loi fédérale. On n'a pas de réelle « puissance publique européenne », mais on a un droit européen très abondant, et une Cour de justice de l'union européenne (CJUE) qui prédomine sur les Cours nationales. Si un arrêt de la Cour de Karlsruhe était dangereux pour l'euro, il pourrait faire l'objet d'un recours devant la CJUE.

Pourquoi certaines banques centrales accumulent-elles en ce moment de l'or ? s'inquiète un autre participant. Pour l'invité, ce comportement n'est pas le fait de banques centrales occidentales, mais de banques centrales asiatiques – Chine, Inde – à la suite d'acteurs privés de ces pays. La monnaie de ces pays n'étant pas totalement convertible doit s'ancrer sur autre chose, normalement le dollar. Si la confiance se réduit, si on craint véritablement une crise internationale, on diversifie ses avoirs et on cherche le refuge de la liquidité pure. C'est ce qui peut amener à rechercher l'or, comportement qui apparaît normalement seulement en période inflationniste. Cela traduit un manque de confiance profond dans la situation économique mondiale.

Un participant évoque l'impact de l'innovation numérique sur la monnaie, avec l'apparition de la technologie « block-chain »<sup>4</sup> : est-ce que cela peut résoudre les problèmes de confiance, en permettant aux agents économiques de se passer des banques ? Est-ce que cela va révolutionner la question monétaire ? L'invité donne une réponse mesurée. Il souligne le caractère centralisé, malgré les apparences, de cette technologie : il s'agit d'un grand registre totalement coordonné, organisé de manière centrale, même s'il est distribué sur beaucoup d'ordinateurs. Et ce système devra nécessairement éviter le dérapage de la création monétaire, le « trop-plein » d'émission monétaire lié à la mise en place de dettes non solvables. Toute la question est de savoir qui peut s'emparer de ce nouveau système : les banques commerciales, ou les banques centrales, ou d'autres acteurs ? Il sera intéressant d'étudier comment les trois niveaux de la confiance se transformeront. Comme cette technologie peut permettre une réduction des coûts de transaction, elle a certainement un avenir : la banque centrale chinoise, par exemple, pourrait ouvrir des comptes directement à des acteurs économiques en l'utilisant. Un tel changement de la technologie de paiement ne sera qu'une étape de plus dans la longue évolution historique de la monnaie : mais la confiance doit exister, le principe monétaire subsistera.

---

<sup>4</sup> Qui intervient en particulier dans la gestion du « bitcoin »

## Prendre du recul : le rôle de la mondialisation libérale

### *Le tournant des années 1980*

Où doit-on chercher les racines des difficultés actuelles des banques centrales face aux risques de crise financière, se demande un participant ? Ce qui revient à s'interroger sur ce qui a permis l'explosion des dettes privées et publiques au cours des années 2000. Pour l'invité, c'est la révolution politique et financière intervenue à partir des années 1980 dans les deux pays anglo-saxons, États-Unis et Royaume-Uni, qui est le point de départ. Il y a eu à cette période un changement d'idéologie fondamental, visant à réduire l'État au minimum en postulant que les marchés coordonneraient mieux l'économie. Cet ultralibéralisme, radicalement différent du libéralisme du XIX<sup>e</sup> siècle, a ouvert la voie à la globalisation financière et au développement rapide du secteur financier international. En 1980, la finance internationale servait essentiellement à financer le commerce international : le montant des flux financiers internationaux était à peu près égal à la valeur du commerce international. En 2010, il est neuf fois supérieur, alors même que ce commerce a été multiplié par deux par rapport au PIB mondial ! Ce bourgeonnement financier a créé des rentes énormes aux entreprises financières, dont les profits dépassent désormais ceux des entreprises non financières. Dans le même temps, ces dernières se sont « financiarisées », changeant de gouvernance : alors qu'après guerre l'objectif des dirigeants était de faire croître leur entreprise en maintenant un équilibre entre hausses des salaires et profits, désormais la recherche de la « valeur actionnariale » les conduit à privilégier uniquement la maximisation du rendement total des actions, égal aux plus-values anticipées majorées des dividendes versés.

Quant aux déficits publics, à partir des années 1980 ils n'ont plus été financés par les banques centrales, devenues indépendantes conformément au changement d'idéologie dominante. En outre, la visée politique de réduire la voilure de l'État a motivé des baisses d'impôts considérables en faveur des entreprises et des catégories aisées de la population. L'énorme concentration des richesses a pris appui sur le changement de doctrine fiscale que la globalisation financière a propagé dans l'ensemble des pays avancés. Les États ont dû emprunter sur les marchés ; et comme les taux d'intérêt étaient élevés dans les années 1980, cela a entraîné un accroissement durable des dettes publiques.

### *Une économie de rente ?*

Un participant n'est pas convaincu par l'utilisation du terme « rentes » à propos du secteur financier mondialisé. N'est-il pas vrai que « rente » est synonyme d'absence de risque ? Au contraire, la dérégulation financière a augmenté la concurrence dans ce secteur, alors qu'il était strictement compartimenté après guerre, ce qui entraînait des positions confortables pour diverses catégories d'acteurs : prêts bonifiés, etc. A l'encontre de ce point de vue, un autre participant cite le cas d'un très important « hedge fund » qui impose un prélèvement initial fixe de 2 % aux investisseurs qui désirent le rejoindre : y a-t-il vraiment du risque derrière cela ? Dans un autre registre, l'invité rappelle que les banques sont des entités spéciales : au passif de leur bilan, elles gèrent les dépôts qui sont partie intégrante de la monnaie. Elles gèrent ensemble le bien public qu'est le système des paiements sous le leadership de la banque centrale. Productrices d'un bien public, elles bénéficient d'une franchise. Les conditions dans lesquelles elles se procurent la liquidité sont systématiquement plus favorables que celles de tout autre agent économique privé. Cette franchise procure donc une rente. A l'actif de leur bilan ce sont des acteurs privés à la recherche du profit maximal. Du fait de leur rôle public elles bénéficient de dispositions comme l'assurance des dépôts et l'accès au prêteur en dernier ressort qui font partie de la « franchise » qu'on peut considérer comme une source de rente. Et les politiques monétaires jouent aussi, car elles empêchent les prix des actifs d'aller dans les deux sens. Si les banques centrales n'avaient pas arrêté le mouvement de chute des cours en 2008-2009, on aurait assisté à un effondrement total, à une dévalorisation du capital qui aurait réduit à néant les rentes financières. Mais le retournement a été stoppé par les politiques de relance, aux

États-Unis en particulier, permettant à la rente de continuer. Ces rentes financières ne sont pas bien identifiées, elles peuvent être dissimulées sous forme de salaires des patrons des entreprises financières<sup>5</sup>, ou dans les rémunérations liées au « shadow banking », mais elles sont une dimension fondamentale d'une économie capitaliste de marché qui tend constamment vers le monopole ou l'oligopole, d'autant qu'à partir de la fin des années 1990 on a considérablement allégé la régulation des marchés financiers. Le profit passe alors par d'autres voies que de faire des investissements !

### *Cycles financiers*

Les cycles financiers apparaissent déconnectés de l'économie réelle : ils sont plus longs que ceux de la conjoncture économique, et les retournements s'accompagnent souvent de crises systémiques. Ces cycles ont été étudiés par la Banque des règlements internationaux (BRI), et pour l'Europe par le CEPII, en utilisant des indicateurs composites tenant compte du poids des crédits privés dans le PIB, des cours boursiers et des prix de l'immobilier<sup>6</sup>. Cette étude fait apparaître la diversité des pays européens : tandis que les prix de l'immobilier grimpaient en flèche entre 1990 et 2010 en France<sup>7</sup> (+150 %) ou en Espagne (+ 300 %), ils sont restés à peu près stables en Allemagne, qui n'a pratiquement pas connu de cycle financier récemment. Les tendances d'évolution des prix immobiliers par leur incidence sur le coût du service du logement, constituent la principale explication des disparités des évolutions de coûts salariaux que l'on impute faussement au fonctionnement du marché du travail.

### *Taux de change*

Quid d'une éventuelle « guerre des monnaies » dans cette finance mondialisée ? Quelle est l'influence des banques centrales sur les taux de change ? Ce rôle est considérable, dans une économie où les perturbations s'étendent à tous les marchés d'actifs. La volatilité des cours des actions et des taux de change est beaucoup plus grande qu'autrefois, et les marchés d'actifs sont en plus forte corrélation : le temps n'est plus où la Réserve fédérale (FED) pouvait considérer seulement Wall Street ; il lui faut maintenant regarder en permanence aussi ce qui se passe à la Bourse chinoise. Les intérêts par rapport aux taux de change sont conflictuels : les Européens et les Japonais ont intérêt à une hausse du dollar, mais les pays émergents, dont les entreprises ont accumulé des dettes libellées en dollars grâce aux liquidités injectées par la FED, ont eux intérêt à une baisse de cette monnaie. Il y a donc bien une guerre de change larvée car il n'existe pas de coordination monétaire. Cette situation nouvelle se reflète sur la politique monétaire américaine. La FED hésite : une hausse de ses taux d'intérêt serait favorable à l'économie américaine, mais elle craint le retour d'une instabilité financière mondiale et de ses effets négatifs éventuels.

## La monnaie européenne et l'action de la BCE au cours des années récentes

### *La crise grecque*

Le débat a permis de revenir sur l'histoire récente de la zone euro face à sa « monnaie incomplète ». Le fonctionnement de la monnaie unique en cas de crise asymétrique au sein de la zone a été illustré en faisant référence au déclenchement de la « crise grecque » de 2010-2011. Malgré la récession très forte que connaissait ce pays, il fallait bien que les paiements continuent, et que la banque centrale grecque joue son rôle normal : aucune banque ne voulant prêter à la Grèce, le système hiérarchisé des paiements (voir plus haut) faisait apparaître un déficit de la banque centrale grecque dans les comptes de la BCE, et au contraire un excédent des banques centrales d'autres pays, notamment la Bundesbank. Cet excédent a pu s'élever jusqu'à 700 milliards d'euros. Une telle situation n'empêchait pas le système des paiements de continuer à fonctionner, d'après la nature même de la

---

<sup>5</sup> Jusqu'à 1 000 fois le salaire de base !

<sup>6</sup> On pourra consulter le rapport du CEPII paru en septembre 2015 : « Économie mondiale 2016 »

<sup>7</sup> Où le niveau élevé des prix des logements joue défavorablement sur la compétitivité



monnaie centrale : mais elle a causé de vives inquiétudes en Allemagne, face à la perspective d'une éventuelle sortie de la Grèce de la zone euro. En cas de sortie, les relations créances-dettes polarisées par la BCE se transformeraient en relations bilatérales, avec le risque de pertes importantes pour les créanciers allemands. Dans une situation de ce genre, un État débiteur a intérêt à sortir du système en se déclarant insolvable si les autres États ne veulent plus jouer le rôle de créancier. Mais la rupture ne vient pas du système des paiements lui-même, qui représente un fonctionnement solidaire ancré sur une monnaie que tout le monde accepte.

#### *Quantitative easing et taux d'intérêt négatifs*

Un participant s'interroge : alors que l'aversion au risque semble très élevée, comment expliquer l'apparition de taux d'intérêt négatifs en Europe au cours de la période récente ? Effectivement, confirme l'invité, l'aversion au risque fait monter les taux d'intérêt : en 2011, les taux demandés à la Grèce sont montés jusqu'à 18 %, les taux espagnols ont aussi augmenté fortement, etc. Une telle évolution risquait d'enclencher un processus cumulatif aboutissant à l'insolvabilité des États : les taux d'intérêt montant, la charge de la dette s'alourdit, et dans un contexte de politiques de stabilisation budgétaires décidées en 2010-2011, les déficits s'alourdissent de nouveau, etc. Mais on n'a pas prononcé l'insolvabilité de la Grèce : les États sont restés attentistes. Face à cette inaction, et voyant que le processus financier risquait d'aboutir à des destructions massives de dettes, la Banque centrale européenne a pris en charge l'économie européenne et appliqué une politique énergique pour faire baisser les taux d'intérêt dans tous les pays : le « quantitative easing », qui doit se prolonger jusqu'en 2017 au moins. Cette action a réussi à faire baisser les taux d'intérêt demandés aux États, d'autant que dans le même temps les acteurs privés ont cherché à se désendetter, une épargne privée importante se constituant.

Pour autant, cela n'a pas relancé l'économie européenne, et la dette privée a continué à progresser. On considère que le taux d'intérêt « neutre »<sup>8</sup> est négatif depuis 2010, tant aux États-Unis qu'en Europe. Pour que certains investissements commencent à apparaître rentables et donc se réalisent effectivement, il faut que le coût du capital s'abaisse en dessous de ce « taux neutre ». C'est pourquoi la BCE cherche à faire baisser encore les taux d'intérêt par des politiques agissant directement sur eux.

La limite inférieure des taux d'intérêt est normalement zéro, puisque détenir du « cash » est en principe une option gratuite. Mais si quelqu'un ne croit plus au système bancaire, il devrait convertir tous ses dépôts bancaires en cash : or il y a un coût pour détenir en sécurité des montants élevés de cash. La Banque centrale essaie de voir où se trouve cette limite : on pense que ce coût de détention du cash est d'environ 1 %. En ce cas, -1 % serait la barrière inférieure absolue des taux d'intérêt dans une économie où le cash existe. Certains taux sont fixés à -0.3 %, d'autres à -0.75 % : ce sont des taux qui s'appliquent sur les dépôts que les banques commerciales ont auprès de leurs banques centrales. On ne sait pas quelle serait la réaction des ménages si les banques commerciales appliquaient ces taux négatifs sur les dépôts qu'ils font auprès d'elles. Peut-être cela déclencherait-il une fuite vers le cash : les banques commerciales n'ont pas voulu prendre ce risque. Tout récemment, pour inciter les banques à refaire crédit à l'économie, la BCE a lancé une politique de taux négatifs sur les crédits qu'elle leur accorde, en même temps qu'elle continue à injecter des liquidités (quantitative easing). Dorénavant, les taux très bas ne sont pas seulement des taux interbancaires, mais aussi des taux obligataires, notamment les taux sur les dettes publiques : l'État allemand emprunte à taux négatif jusqu'à huit ans, et à taux zéro jusqu'à dix ans. La transformation de la structure de la dette publique est considérable : les Trésors des grands pays peuvent émettre des dettes à 50 ans. On n'est pas loin des « dettes perpétuelles », jamais remboursables, qui existaient au XIXe siècle !

---

<sup>8</sup> Les économistes définissent le taux d'intérêt « neutre » comme celui qui réalise l'équilibre entre l'épargne et l'investissement au niveau du plein emploi des ressources

## Quelles sont les sorties de crise possibles ?

Si ces solutions ne suffisent pas à rétablir une situation normale, que faire ?

### *L'inflation ?*

Dans le passé, c'est souvent l'inflation qui a réglé le problème des dettes excessives, rappelle un participant : pourquoi n'en irait-il pas de même cette fois-ci ? L'invité confirme que l'inflation a joué un rôle très important par rapport aux dettes publiques. Historiquement, les dettes publiques élevées issues d'une guerre ou d'une crise financière n'ont jamais pu être résorbées uniquement par la politique budgétaire et fiscale. Il faut que le taux de croissance de l'économie dépasse le taux d'intérêt réel payé par l'État sur sa dette pour que cette résorption s'accomplisse. La vitesse à laquelle cela se produit dépend de l'inflation : cela peut prendre beaucoup de temps. Au début du XIXe siècle, à l'issue des guerres napoléoniennes, la dette de l'Angleterre, qui dépassait 250 % du PIB, a mis plus de quarante ans à redescendre à 100 %. Après la guerre de 1939-1945, la dette française a été résorbée en vingt ans, dans un contexte de forte inflation. En régime de récession ou de quasi-stagnation sans hausse des prix, comme c'est le cas en Europe actuellement, le rapport dette/PIB continue à monter. Tout dépend de la macroéconomie !

### *La « monnaie-hélicoptère », ou l'investissement européen ?*

Un participant fait état d'idées qui ont été émises récemment : pour relancer l'économie, la Banque centrale européenne pourrait distribuer des liquidités directement aux acteurs économiques. L'image de billets de banque déversés par hélicoptère a été employée. Ce participant s'inquiète : une telle action ne serait-elle pas de nature à saper la confiance dans la monnaie ? L'invité pose le problème de façon plus générale : que peut faire la banque centrale pour aller plus loin dans la recherche d'une remontée du taux d'inflation vers les 2 % qu'elle se fixe comme cible ? Déjà, elle fait aux banques des conditions très favorables à la relance de l'activité : injection de liquidités, financement de crédits à taux négatifs (voir plus haut). Si cela ne suffit pas, il ne reste plus qu'à adopter des mesures qui court-circuitent les banques. On peut évoquer trois possibilités :

- la banque centrale peut financer la dette publique primaire directement, comme c'était le cas autrefois par le circuit du Trésor en France. Actuellement, la BCE procède seulement à des rachats de dette publique sur le marché secondaire à des banques qui les ont souscrites antérieurement. L'effet d'un achat de dettes primaires sur l'économie serait plus fort. Dans le cas du marché secondaire, les rachats pèsent sur les taux d'intérêt, et c'est par là qu'ils contribuent à une relance de l'économie : c'est un effet indirect. Si la BCE monétisait des dettes primaires, ce serait de la liquidité nouvelle directement utilisée pour des dépenses dans l'économie. Mais une telle mesure est « tabou » depuis la grande inflation des années 1970. Ce serait revenir sur la séparation entre la monnaie et l'État, dogme de l'économie libérale depuis les années 1980.
- la BCE pourrait donner de l'argent directement à certains ménages, comme le suggère l'image de la « monnaie-hélicoptère ». Elle ne peut pas le faire directement, car cet argent devrait cibler la population pauvre, l'utilité marginale de la monnaie étant beaucoup plus élevée pour les pauvres que pour les riches.<sup>9</sup> Or la BCE ne dispose pas de l'information sur les ménages permettant de réaliser ce ciblage : elle devrait passer par les Trésors publics. Là aussi, une telle opération serait opposée au concept de « monnaie neutre » : il s'agirait d'agir directement sur la répartition des revenus et de la richesse, au bénéfice de ceux qui dépenseraient immédiatement un revenu supplémentaire.
- une troisième solution, qui est défendue par France Stratégie, serait de financer monétairement un programme d'investissement européen renvoyant à un projet européen

---

<sup>9</sup> Point de vue développé par Amartya Sen

de transformation de l'économie. Il s'agirait de préparer une nouvelle révolution industrielle liée à la transition énergétique, écologique et climatique. L'investissement redonne un horizon temporel. Mais les États ne veulent pas bouger : ils se sont complètement défaussés sur les banques centrales depuis 2011. Le problème est fondamentalement politique : peut-on avoir encore un projet européen qui recueille l'assentiment collectif dans les différents pays ?

### *La régulation des acteurs de la finance*

Que penser des mesures prises dans les règlements bancaires dits de « Bâle III » ? demande un participant. Les marchés financiers sont-ils de mieux en mieux régulés, ou bien ces mesures nourrissent-elles la sophistication financière de sorte que tout continue comme avant ? Les ratios de liquidité imposés aux banques sont-ils suffisants, s'interroge une participante, tandis qu'une autre évoque le cas des compagnies d'assurance et des contraintes que leur impose la réglementation « Solvency II ». L'invité fait remarquer que jusqu'ici on s'est contenté de réguler les banques<sup>10</sup>, mais pas le « shadow banking », ni les produits financiers. Les nouveaux ratios de liquidité sont certainement une chose indispensable. Le levier bancaire<sup>11</sup> avait atteint des niveaux très élevés : pour sauvegarder la stabilité il est indispensable que les banques gardent plus de liquidité. Mais ces ratios ne s'appliqueront qu'en 2018...

Les processus de contagion, de propagation des crises financières sont favorisés par trois éléments :

- la taille des acteurs : on est en présence de « monstres bancaires », le total du bilan de la BNP est supérieur au PIB de la France<sup>12</sup> ;
- la connectivité du réseau : les établissements financiers se prêtent et se re-prêtent entre eux, de sorte qu'il devient impossible d'évaluer les risques encourus par chacun ;
- l'homogénéité : la contagion est plus forte entre acteurs qui font la même chose que lorsqu'il existe une diversité d'acteurs correspondant à la diversité des métiers financiers.

Pour prévenir le retour des crises financières, il faudrait donc non seulement imposer aux banques de détenir plus de capital, mais imposer des changements de structure qui visent ces caractéristiques : casser les banques de trop grande taille, comme cela a été fait aux États-Unis en 1934 ; et séparer les métiers financiers, pour obtenir des acteurs qui ne font pas le même métier (banques commerciales, banques de marchés). Ces changements de structure ne sont pas abordés dans la réglementation bancaire aujourd'hui. Le plus dangereux aujourd'hui, c'est le « shadow banking » où tout un ensemble d'opérations aux caractéristiques obscures, et donc dangereuses, se sont développées : prêts sur titres, swaps, etc. Le « Financial stability board » du G20 s'en préoccupe, mais ce processus est très loin d'aboutir à des réformes effectives. En ce qui concerne les compagnies d'assurances, alors que leurs passifs (essentiellement des contrats d'assurance-vie) sont de moyen-long terme, sans risque de liquidité immédiat, leurs actifs doivent désormais être évalués selon les valeurs de marché<sup>13</sup>, ce qui introduit une volatilité dans leurs bilans. Là aussi, il faudrait distinguer, par des incitations, l'activité principale des compagnies d'assurance de leurs spéculations de marché : les actifs qu'elles conservent au titre de leur activité principale seraient valorisés différemment<sup>14</sup> des actifs qu'elles mettent sur le marché, pour réduire la volatilité.

Alors que la théorie standard indique qu'on obtient l'optimum en laissant jouer librement les marchés, la recherche d'une plus grande résilience conduit à préconiser l'inverse. Il ne faut pas

---

<sup>10</sup> NDR : Sur ce sujet, on pourra consulter le compte-rendu du Café de la Statistique du 9 avril 2013 consacré à « La régulation financière » avec pour invitée Laurence Scialom - <http://www.sfds.asso.fr/ressource.php?fct=ddoc&i=1450>

<sup>11</sup> Ratio actifs/fonds propres

<sup>12</sup> Et le total du bilan de l'Union des Banques Suisses UBS représente dix fois le PIB de la Suisse !

<sup>13</sup> « Mark to market »

<sup>14</sup> « Price to funding »

oublier « les trois mensonges de la finance » cités par le gouverneur de la Banque d'Angleterre Mark Carney, également président du « Financial stability board » :

- la finance dérégulée ne peut connaître de crise systémique : « this time is different »
- les marchés financiers trouvent toujours leur prix d'équilibre
- la finance de marché est morale...

### Perspectives

Pour l'invité, on l'a vu, la perspective la plus souhaitable pour sortir de la crise financière actuelle est de retrouver une croissance inclusive et soutenable, en particulier grâce à des investissements coordonnés. Cette perspective suppose de grands changements politiques, permettant de conduire des réformes « conscientes et volontaires » amenant à s'opposer à la domination des lobbies financiers, qui sont très puissants.

Par rapport à cette perspective, un participant exprime ses doutes. Il rappelle que certains économistes – Robert Gordon, Thomas Piketty – estiment que la croissance future, en toute hypothèse, ne pourra pas être forte. Il se demande si les politiques et leurs conseillers auront la capacité d'embrasser un tel ensemble de problèmes, impliquant des démarches concertées internationales, alors même que dans de nombreux pays les opinions publiques sont tentées par un repliement national.

Une participante évoque le prochain référendum britannique et l'éventualité d'un « Brexit ». Quelles en seraient les conséquences économiques pour l'Europe ? Des estimations ont été produites là-dessus, par des banques, et par l'OCDE : la fourchette est très large, parce qu'en réalité on ne sait pas modéliser les dynamiques financières. Pour le moment, les marchés financiers restent calmes parce qu'ils anticipent qu'il n'y aura pas de « Brexit » : s'ils se trompent, nul ne sait ce qui peut se produire.

La croissance peut-elle revenir, ou sommes-nous entrés dans une « stagnation séculaire » ? L'invité rappelle que les grandes révolutions industrielles, celles qui ont eu un effet profond sur le régime de croissance, ont toutes comporté à la fois un élément « énergie » (charbon, pétrole...) et un élément « réseau » (chemins de fer, électricité...). Or on est dans ce contexte avec la période actuelle : transition énergétique, émergence d'un réseau mondial d'information. Si ces éléments peuvent être maîtrisés, on peut retrouver une croissance fondée non pas sur l'augmentation des volumes des facteurs, mais sur celle de la productivité globale des facteurs. Il n'y a pas réellement de consensus entre économistes sur la « stagnation séculaire » !

Reste une sombre perspective, évoquée par un participant : la sortie cataclysmique. Ce participant rappelle que dans le passé les périodes de domination de la finance se sont toujours terminées par des régimes totalitaires, ou par des guerres...

### Post-scriptum

En toute fin de soirée, l'animateur a fait allusion au mot d'ordre des Cafés de la statistique « La statistique éclaire-t-elle les questions de société ? ». Constatant qu'il a été fort peu question de statistique dans la réflexion sur le système financier, il en conclut qu'en cette matière, la réponse à notre question est probablement négative.



**Annexe : bibliographie**

- « Les cycles de l'endettement, le dollar et l'économie mondiale », [Michel Aglietta](#) et [Virginie Coudert](#) , La lettre du CEPII n° 359 décembre 2015 , [http://www.cepii.fr/PDF\\_PUB/lettre/2015/let359.pdf](http://www.cepii.fr/PDF_PUB/lettre/2015/let359.pdf)
- « Monnaie et souveraineté : comment compléter l'euro ? », Michel Aglietta, L'Economie politique n° 66 Avril 2015
- « La monnaie entre dettes et souveraineté », Michel Aglietta, en collaboration avec Pepita Ould Ahmed et Jean-François Ponsot, Éditions. Odile Jacob économie, avril 2016
- Ouvrages écrits en collaboration par Michel Aglietta et André Orléan :
  - « La violence de la monnaie » PUF Paris 1982
  - « La monnaie souveraine » Éditions Odile Jacob 1998
  - « La monnaie, entre violence et confiance » Éditions Odile Jacob 2002
- « L'économie mondiale 2016 » - CEPII septembre 2015