

La politique monétaire et la « main de Dieu »

par Jean-Pierre Landau

Tirant les leçons de la dernière crise financière, l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre Mervyn King presse les économistes d'accomplir une « révolution intellectuelle ». L'incertitude et l'alchimie monétaire doivent en constituer le cœur, explique-t-il dans *The End of Alchemy*.

Recensé : Mervyn King, *The End of Alchemy Money, Banking, and the Future of the Global Economy*, New York, W. W. Norton & Company, 448 p.

Un monétariste dans le placard

Dans le monde des banques centrales, Mervyn King fait figure de géant. Sa carrière fut longue et éminente. Avant de diriger, pendant dix ans, la Banque d'Angleterre comme Gouverneur, il en a été le chef économiste, puis le sous-gouverneur. Mais Mervyn King est, tout d'abord, un professeur d'économie. Il appartient, avec Ben Bernanke et Janet Yellen, au cercle restreint et relativement récent des Gouverneurs de banque centrale qui viennent du monde universitaire, et non pas du secteur financier ou de l'administration. Son livre, *The End of Alchemy*, reflète ces origines et s'impose comme l'œuvre d'un intellectuel sophistiqué, qui développe une réflexion profonde et fondamentale sur la nature et l'histoire de la monnaie. Riche en références historiques, il sera d'un grand intérêt pour ses lecteurs, que ceux-ci soient étudiants, spécialistes de la monnaie ou néophytes en économie.

Il faut aussi savoir que, depuis toujours, ses collègues soupçonnent Mervyn King d'être un « monétariste caché », ce qui fait de lui une exception dans l'environnement intellectuel qui

prévalait avant la crise. Pour les monétaristes, c'est la quantité de monnaie – et non le taux d'intérêt – qui importe et sert de base à la politique monétaire. À l'époque où Mervyn King dirigeait la Banque d'Angleterre, la doctrine monétariste avait mauvaise presse. Toutes les grandes banques centrales avaient adopté la politique dite de « ciblage de l'inflation » (« *inflation targeting* »), dans laquelle le taux d'intérêt est le seul instrument. C'était une période, selon une formule prêtée à Mervyn King lui-même, de « politique monétaire sans monnaie ».

Personne mieux que lui n'a su expliquer et promouvoir cette politique de ciblage de l'inflation. Et pourtant, la nostalgie de la monnaie apparaît en filigrane dans ses propos et ses écrits. Son article de 2002, intitulé « Sans monnaie, pas d'inflation », détonnait dans la littérature de l'époque. Dans *XX* (titre du livre), il déplore que

beaucoup d'économistes se soient montrés réticents, ces dernières années, à employer le mot « monnaie »... il est frappant de constater que plus la science économique se développe et se complexifie, moins elle parle de monnaie.(p. 58)

Son approche monétariste transparaît dans la présentation qu'il donne des mécanismes de transmission de « l'assouplissement quantitatif » (« *quantitative easing* ») mis en œuvre par les grandes banques centrales depuis la crise. Il explique les effets de cette politique par l'augmentation de la quantité de monnaie, se distinguant ainsi des autres banquiers centraux qui insistent plutôt sur le « rééquilibrage des portefeuilles d'actifs financiers », un concept dont les effets sont plus difficiles à saisir et mesurer.

Mervyn King est également, et c'est sa troisième caractéristique, un fan de sport, ou plutôt un fan de presque tous les sports. C'est un grand joueur de tennis. Il siège au Conseil d'Administration du Tournoi de Wimbledon, qu'il a un jour comparé à la City de Londres : tous deux se classent au premier rang mondial dans leurs domaines respectifs, et ont pour point commun d'employer en quasi-totalité des étrangers. Il est l'inventeur de la doctrine « Maradona » appliquée à la politique monétaire, dont il explique le contenu dans le livre. Cette théorie s'inspire de la demi-finale de coupe du monde de football qui a opposé l'Argentine au Royaume-Uni en 1986 au Mexique. Maradona marqua deux buts, le premier avec la célèbre « main de Dieu ». Le second, moins connu, est tout aussi spectaculaire pour Mervyn King, car Maradona fonda en ligne droite en direction des cages de but anglais, distançant au passage cinq défenseurs. Comment a-t-il pu réussir une telle action ?

La réponse vient de ce que les défenseurs anglais ont réagi en fonction de la trajectoire anticipée de Maradona. Comme ils pensaient qu'il passerait à droite ou à gauche, il a pu aller tout droit. La politique monétaire agit de la même manière. Les anticipations de l'action des banques centrales déterminent l'évolution des taux d'intérêt de marché. (p. 123)

Une banque centrale dont la crédibilité est assurée peut suivre une ligne droite, c'est-à-dire rester passive en cas de choc et laisser les marchés réagir à sa place. Par exemple, en cas de poussée inflationniste, les taux de marché augmenteraient spontanément, produisant le degré nécessaire de durcissement des conditions monétaires.

Enfin, hélas, Mervyn King est un eurosceptique. Il consacre un chapitre entier de son ouvrage à détailler les faiblesses de l'euro et à prédire son échec. L'analyse est principalement historique et décrit brillamment les nombreux exemples d'unions monétaires qui se sont effondrées. Comme tous les esprits clairs et analytiques, Mervyn King souffre toutefois d'un double handicap : il ne réussit pas à s'émanciper des précédents historiques et il lui est difficile d'accepter les situations confuses. Les économistes, en particulier, ont tendance à considérer comme insoutenables les configurations qui n'entrent pas dans le cadre d'un modèle précis et rigoureux. Or c'est très certainement le cas de l'euro. On peut cependant souligner le mérite de Mervyn King, qui évite le simplisme de nombreux eurosceptiques dont le raisonnement se décline ainsi : l'euro ne se conforme pas au modèle d'une « zone monétaire optimale », il est donc voué à l'échec. Par contraste, l'auteur tient un raisonnement principalement politique : « la création d'une union monétaire constitue un gigantesque pari politique, qui requiert un degré exceptionnel de confiance entre ses participants ». Mervyn King estime à l'évidence que ce pari sera perdu. Certains passages relèvent toutefois plus du pamphlet que d'une analyse réfléchie et objective, comme lorsque l'auteur écrit que « l'union monétaire a provoqué un conflit entre, d'une part, une élite centrale et, d'autre part, les forces démocratiques qui s'expriment sur le plan national » (p. 171).

L'incertitude et l'économie

L'intérêt principal du livre, toutefois, est ailleurs, dans les deux concepts qui sous-tendent tout le développement : l'incertitude fondamentale et l'alchimie.

L'incertitude est fondamentale parce que l'avenir est intrinsèquement imprévisible. On ne peut associer une probabilité aux événements futurs. Il y a trop de choses que nous ne connaissons pas – y compris la nature des événements eux-mêmes. Nous ignorons quels biens seront produits à l'avenir, avec quelles technologies, dans quel environnement politique. Pour le lecteur, ce constat paraît banal. Pourtant, l'essentiel de la théorie économique contemporaine part de l'hypothèse inverse. Elle fait l'hypothèse de l'existence de marchés « complets » au sein desquels tous les biens et actifs financiers, existants et futurs, peuvent être échangés à un prix aujourd'hui connu, dans tous les états possibles du monde. En réalité,

beaucoup de ces marchés, au sein desquels les prix s'ajusteraient pour assurer l'équilibre, n'existent pas ; c'est en cela que l'incertitude est fondamentale. Le marché ne peut donc coordonner à l'avance les actions et plans de dépenses des agents économiques. (p. 207)

La même théorie économique suppose également qu'il existe des agents rationnels, qui peuvent attribuer des probabilités précises aux événements futurs. Au contraire, « il est illusoire de penser que l'incertitude puisse être réduite à la manipulation mathématique de probabilités

connues ; cette illusion est au cœur de la macroéconomie moderne » (p. 87). Une fois dépouillée de ces hypothèses extrêmes, la macroéconomie moderne est privée de ses fondements essentiels.

C'est par cette réhabilitation du rôle de l'incertitude dans la théorie économique que le livre se révèle le plus fascinant. L'incertitude explique que la monnaie existe, et pas seulement pour faciliter les transactions. En tant que réserve de valeur, la monnaie nous protège contre l'incertitude. Sa détention nous permet de conserver toutes les options possibles quant à nos décisions futures de consommation et d'investissement. La monnaie est un lien indispensable entre le monde présent et un futur nécessairement incertain. Elle permet « d'échanger notre travail d'aujourd'hui contre du pouvoir d'achat général dans l'avenir...la monnaie permet de faire face à un futur incertain » (p. 61). C'est également vrai pour d'autres actifs financiers, mais dans une moindre mesure. En effet, « en période de tension financière, seuls les instruments émis ou garantis par le gouvernement apportent une protection effective contre la perte de valeur » (p. 62). C'est pour cette raison que la stabilité monétaire est essentielle.

L'incertitude permet également de mieux appréhender la théorie keynésienne et son intuition fondamentale :

si le capitalisme ne conduit pas nécessairement au plein-emploi, c'est parce qu'il ne permet pas de coordonner dans le temps les plans et comportements de dépenses des divers agents économiques. (p. 373)

La dépression économique, quand elle survient « ne résulte (donc) pas des rigidités à court terme des marchés, mais de l'impossibilité d'appréhender correctement l'avenir » ou « d'erreurs de jugement sur la nature même de l'avenir ». La relance à court terme de l'économie ne constitue donc pas une bonne réponse selon l'auteur.

Face à l'incertitude radicale, les agents économiques n'optimisent pas, ils « gèrent ». Ils adoptent des stratégies en apparence peu sophistiquées mais qui s'avèrent solides, car elles protègent contre des événements imprévus ou des changements inopinés de l'environnement économique. Sur les marchés financiers se forment des « récits », croyances communément partagées par les participants et qui influencent leurs attentes : en situation d'incertitude, « ce ne sont pas les données fondamentales qui déterminent les prix d'actifs, mais les croyances relatives à ces données » (p. 195). Quand le décalage entre ces croyances et la réalité devient trop important et évident, une révision du récit est nécessaire, les prix des actifs et les flux financiers s'ajustent brutalement, et c'est la crise.

L'incertitude fondamentale permet également de mieux comprendre la faible croissance actuelle de l'économie mondiale. En effet, « notre comportement de dépense aujourd'hui dépend de notre perception et du récit que nous construisons sur nos perspectives de richesse et sur nos futurs revenus ; le concept de demande globale ne suffit pas à rendre compte de la situation actuelle » (p. 223). L'optimisme qui prévalait avant la crise sur les perspectives de croissance, s'est révélé infondé, reposant sur la croyance fautive que la stabilité économique était

définitivement acquise. Mais si, comme tel est actuellement le cas, le « récit » dominant est pessimiste quant au long terme, alors toute relance de l'activité économique se révélera inefficace. Pour que la demande globale augmente à nouveau il faut d'abord traiter les problèmes structurels – le faible niveau de la productivité, par exemple –, qui sont à la source du récit pessimiste. Bien que non formalisée, cette approche réalise une brillante synthèse entre les théories qui attribuent la faiblesse actuelle de la croissance à une insuffisance de la demande et celles qui privilégient une explication par l'offre.

L'alchimie et le revers de la médaille

L'alchimie est le second concept central du livre, celui qui lui donne son titre. Les banques et institutions financières sont les vrais alchimistes des temps modernes. De la même manière qu'un alchimiste transforme du plomb en or, les banques transforment des actifs risqués et non liquides en dépôts à vue et totalement liquides. Les économistes savent depuis longtemps que c'est ainsi que se crée, dans nos économies, l'essentiel de la monnaie qui circule. Cette alchimie monétaire est fascinante mais également, pour Mervyn King, très inquiétante :

au 20^e siècle, les gouvernements ont laissé la création monétaire devenir un sous-produit de l'octroi de crédit... pour la plus grande part, la monnaie est aujourd'hui créée par des acteurs privés – les banques. C'est la plus grave ligne de fracture qui menace les économies monétaires contemporaines. (p. 113)

Car cette même alchimie, nécessaire au bon fonctionnement de nos économies, est aussi la source d'une profonde fragilité. Si tous les déposants tentent simultanément de retirer leur argent, les banques ne peuvent faire face, leurs actifs n'étant pas des liquidités. C'est la crise. Les banques centrales ont justement été créées pour fournir de la liquidité aux banques et à l'économie dans une telle situation, en qualité de prêteurs en dernier ressort. Mervyn King ne cache pas son malaise face à cette fonction :

il existe un lien pervers entre la responsabilité limitée des actionnaires, l'assurance des dépôts et la fonction de prêteur en dernier ressort ; l'ensemble constitue une subvention implicite à la prise de risque. (p. 176)

Leur statut de prêteur en dernier ressort peut contraindre les banques à créer – ou à tolérer la création – d'une quantité de monnaie excessive du point de vue de la stabilité des prix : « la fonction essentielle d'une banque centrale est de fixer l'offre de monnaie, en temps normal et en temps de crise » (p. 139) et « ces deux fonctions de la monnaie (...) sont généralement considérées et gérées séparément ; la première relève de la politique monétaire, la seconde de la stabilité financière » (p. 139). Or c'est entre autres cette compartimentation qui nous a rendu incapables, selon M. King, de « comprendre les problèmes sous-jacents des économies développées dans la période précédant la crise » (p. 63).

Comment, dès lors, mettre fin à l'alchimie ?

Mervyn King discute une proposition radicale de réforme, émanant de l'École de Chicago. Ce courant de pensée propose que les banques soient contraintes de détenir des actifs très liquides (en pratique, des titres d'État) pour un montant égal à celui de leurs dépôts. La création monétaire est donc déconnectée de l'activité de crédit. Cette dernière serait transférée à des non-banques, des sociétés financières, qui émettraient des actions ou emprunteraient à long terme sur les marchés pour financer leurs prêts. Ces sociétés financières ne pourraient accepter de dépôts. Parce que les dépôts deviendraient une contrepartie de la dette publique, la création monétaire échapperait aux acteurs privés et tomberait, dans les faits, sous la coupe du gouvernement. Toutefois, comme le note Mervyn King, un prêteur en dernier ressort demeurerait nécessaire, car les sociétés financières resteraient exposées à un certain risque de transformation, leurs prêts ayant une maturité supérieure à celle de leurs emprunts. Il subsisterait, dans le système financier, un élément résiduel d'alchimie et la création monétaire resterait nécessaire et contrainte en temps de crise.

L'auteur opte donc pour une approche moins radicale, mais plus satisfaisante à ses yeux. Il propose de transformer le prêteur en dernier ressort en un « prêteur sur gages en toutes saisons » (le sigle anglais est PFAS). La banque centrale serait disposée, en toutes circonstances, à fournir de la liquidité aux banques à un taux d'intérêt normal, en contrepartie d'un collatéral de très bonne qualité¹. La distinction entre la distribution normale de liquidité et le prêteur en dernier ressort serait abolie. En contrepartie, les banques devraient obligatoirement détenir en permanence un montant d'actifs liquides égal à celui de leurs dépôts. Pour octroyer ses concours, la banque centrale pratiquerait un abattement (« *haircut* ») sur les prêts et titres détenus par les banques, afin d'assurer que le soutien en liquidité ne se transforme pas en subvention en capital.

Cela suffirait-il à éliminer l'alchimie ? Mervyn King lui-même semble en douter et son livre s'achève sur un appel lancé aux chercheurs et aux responsables politiques à approfondir leur réflexion (p. 252). Pour le lecteur contemporain, le schéma de PFAS paraît à la fois trop timide et trop radical. Trop timide, car le changement du rôle des banques centrales reste mineur – et, à certains égards, la proposition rappelle la pratique ancienne de l'escompte. Trop radicale, car ses conséquences sont imprévisibles. Les banques centrales devront accepter de prendre systématiquement le risque de crédits, ce qu'elles font déjà, mais dans des proportions très limitées. Surtout, quand elles valoriseront l'ensemble des actifs détenus par les banques (le collatéral) pour les besoins de détermination des abattements (et ainsi le montant des prêts qu'elles accordent aux banques), elles exerceront de fait une fonction de notation, qui guidera toutes les autres évaluations, celles des agences de notation comme des superviseurs. Cela représente une très grande responsabilité, qui peut interférer avec leur mandat purement monétaire. En effet, la quantité de monnaie en circulation (déposée dans les banques) dépendra

¹ On appelle « collatéral » les titres financiers qui servent de garantie pour l'octroi du prêt.

fortement de cette évaluation du collatéral par les banques centrales. Le conflit potentiel entre les deux fonctions est évident.

L'interrogation que suscite le livre, toutefois, est plus fondamentale. Elle porte sur l'articulation entre les deux concepts – l'incertitude et l'alchimie – sur lequel il est construit. C'est en raison de l'incertitude que nous souhaitons détenir de la monnaie ou, plus généralement, des actifs sûrs. À cause de cette incertitude, il existera toujours un décalage entre les préférences des épargnants, qui veulent conserver des actifs liquides, et les besoins des investisseurs, qui doivent s'engager à long terme et de façon irréversible. L'alchimie, ou, en termes techniques, l'activité de transformation, demeurera toujours nécessaire. L'incertitude fondamentale rend l'alchimie indispensable. Le grand mérite du livre est d'illustrer la tension fondamentale que crée la coexistence de ces deux concepts. Il n'est pas certain que les propositions formulées permettent de dépasser cette tension, ni même qu'un tel dépassement soit un jour possible.

Première publication dans booksandideas.net, le 3 avril 2017. Traduction vers le français réalisée par l'auteur.

Publié dans laviedesidees.fr, le