



**HAL**  
open science

# Les limites des politiques monétaires accommodantes : comment les dépasser ?

Albert Marouani

► **To cite this version:**

Albert Marouani. Les limites des politiques monétaires accommodantes : comment les dépasser ?. Les enjeux du développement économique, financier et écologique dans une mondialisation risquée, 2018. halshs-01964283

**HAL Id: halshs-01964283**

**<https://shs.hal.science/halshs-01964283>**

Submitted on 21 Dec 2018

**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.

*« Les limites des politiques monétaires accommodantes : comment les dépasser ? »*

Albert MAROUANI\*

**Résumé :**

Les politiques monétaires accommodantes mises en œuvre après la crise financière de 2007-2008, se sont révélées globalement limitées dans leurs effets attendus sur la croissance, le chômage, l'inflation et les taux de change. On constate que des pays tels que les USA, la Grande Bretagne et la Chine qui ont été le plus loin dans l'hétérodoxie, en créant massivement de la monnaie « neuve », ont obtenu de meilleurs résultats que ceux de la zone Euro qui n'ont pu créer directement de la monnaie, en raison des règles fixées par la BCE. Partant de ce constat empirique nous avons voulu interroger les fondements théoriques des politiques monétaires accommodantes et montrer, à l'inverse des opinions généralement admises, que l'on n'était pas allé jusqu'au bout de la rupture avec le courant monétariste orthodoxe et les politiques néo-libérales. Sur la base d'une vision institutionnaliste et régulationniste de la monnaie nous faisons des propositions de politique macroéconomique qui permettraient selon nous de surmonter la crise actuelle tout en faisant face aux défis structurels de la transition énergétique et de l'économie numérique.

**Abstract :** *« The limits of Quantitative Easing Monetary Policies: how to overcome them? »*

The Quantitative Easing Monetary Policies, implemented after the financial crisis of 2007-2008 were generally limited in their expected effects on growth, unemployment, inflation and exchange rates. Countries such as the USA, Great Britain and China, who were the most significantly ahead in heterodoxy by massively creating "new" money, obtained better results than those in the Euro zone, who could not create directly new currency, because of the rules laid down by the ECB. Based on this empirical observation, we analyse the theoretical foundations of Q.E monetary policies and show, contrary to generally accepted opinions, that the break away from monetarist orthodoxy and neo-liberal policies has not been complete. By adopting an institutionalist and regulationist point of view on money, we propose macroeconomic policies that could overcome the

---

\* Université de la Côte d'Azur/GREDEG (UMR CNRS/UNS)

current economic crisis, while addressing the structural challenges of the energy transition and the digital economy.

**Mots clés :** politique monétaire, croissance économique, hétérodoxie, régulation, dette, banques centrales, monnaie, finances publiques.

**Keywords :** Monetary Policy, Economic Growth, Heterodoxy, Regulation, Debt, Central Banking, Money, Public Finance.

**JEL :** B4, B5, E4, E5, E6.

## **Introduction.**

Pour répondre à la gravité et à l'ampleur de la crise financière systémique de 2007-2008 qui a frappé d'abord les pays développés, puis par ricochet l'ensemble de l'économie mondiale, les Banques Centrales (BC) des pays développés (USA, R-U, Japon, UE, etc.) ont abaissé très fortement les taux d'intérêt et racheté massivement les obligations d'Etat et à un moindre degré les obligations privés émises par certaines grandes entreprises bien ciblées. Ces mesures ont été qualifiées d'hétérodoxes car elles conduisent directement ou indirectement à une création monétaire massive qui remet en question au moins partiellement les fondements monétaristes et néo-classiques.<sup>1</sup> Ces politiques très offensives ont pu contenir la crise financière dans des limites supportables mais sans parvenir pour autant à juguler durablement le risque de déflation et le chômage ni à relancer la croissance économique mondiale, qui reste globalement faible, mais avec des différences plus ou moins accentuées selon les pays. Ces divergences entre pays sur le plan de la croissance et du chômage sont attribuées généralement à l'existence ou à l'absence de réformes qui auraient pu permettre de flexibiliser le marché du travail en termes d'ajustement souple des salaires et des contrats de travail, et de rétablir la compétitivité par une diminution de la pression fiscale sur les entreprises et une réduction de la part de l'Etat dans l'économie (diminution drastique des dépenses publiques). Ces réformes dites « structurelles » ont été qualifiées également de « politique de l'offre » car elles sont supposées rétablir durablement la compétitivité des entreprises et les équilibres externes (balance commerciale et balance des paiements), dès lors que l'Etat veille au respect des grands équilibres internes en termes d'équilibre budgétaire et de dette publique soutenable. L'exemplarité affichée et revendiquée de certains pays qui ont mis en œuvre ces politiques au sein de l'UE (Allemagne) ou en dehors (USA) conduit de nombreux économistes théoriciens et praticiens à considérer que le temps des politiques hétérodoxes de « Quantitative Easing » (QE) était désormais révolu et qu'il fallait désormais s'atteler à une remontée en douceur des taux d'intérêt et à un retour à l'orthodoxie monétariste. Des signes de reprise de l'inflation les confortent encore davantage dans ce point de vue.<sup>2</sup> Prenant le contre-pied des analyses dominantes, nous montrerons sur un plan

---

<sup>1</sup> Ces politiques monétaires ont été menées par de nombreux pays mais principalement et successivement par la FED (2008), la Banque d'Angleterre (2009), la BCE en janvier 2015 et la Chine aujourd'hui. La Banque du Japon poursuit une politique de QE initiée dès 2001 dans un contexte de profonde et longue dépression de son économie marquée par la déflation.

<sup>2</sup> Nous pourrions aussi mentionner la pression croissante et forte du lobby bancaire qui plaide pour une remontée significative des taux d'intérêt et une moindre régulation financière.

plus analytique et théorique que pour dépasser ces « limites », il convient de poursuivre jusqu'à son terme la rupture avec l'orthodoxie monétariste. L'hétérodoxie impliquant ici de repenser le statut et le rôle de la monnaie dans un monde multipolaire, de résoudre la crise de la dette publique par son effacement total et/ou partiel, d'articuler la politique monétaire de QE aux politiques structurelles de mise en œuvre d'un nouveau régime de croissance inclusive, respectueux de l'environnement, du développement durable et de la réduction des inégalités. Nous proposons ainsi une politique économique alternative qui rompt justement avec les dichotomies néo-classiques et monétaristes orthodoxes en articulant étroitement le monétaire et le budgétaire, le monétaire et le financier, le conjoncturel et le structurel.

## **I. DES RÉSULTATS EMPIRIQUES CONTRASTÉS MAIS GLOBALEMENT LIMITÉS.**

Une simple analyse statistique montre que les effets généralement attendus des politiques monétaires accommodantes sur la croissance, l'inflation, le chômage et les taux de change se sont révélés assez limités. Les pays de la zone Euro qui se sont lancés plus tardivement dans les politiques monétaires accommodantes et avec une spécificité par rapport aux autres grands pays de non création monétaire pure, obtiennent en général des résultats moins bons.

3

### **A. L'ampleur inédite et sans précédent des politiques monétaristes non-conventionnelles.**

Lorsqu'on agrège le total des bilans des quatre plus grandes banques centrales (USA, UE, Japon et R-U) on atteint aujourd'hui plus de 12000 milliards de Dollars US avec des taux directeurs inférieurs à 0,5% depuis 2009 et jusqu'à la fin de l'année 2016. Les dettes souveraines à taux négatifs, représentent en mai 2016 10400 milliards de Dollars US<sup>4</sup>. Avec un peu de retard, la Banque Centrale Européenne (BCE) a rompu de manière très surprenante avec la stricte orthodoxie monétaire défendue notamment par la Bundesbank (sous l'œil vigilant de la Cour de justice de Karlsruhe). Depuis le 10 mars 2016, la BCE est passée à la vitesse supérieure en rachetant tous les mois pour 80 milliards d'Euros de Dettes publiques et privées, tout en baissant son principal taux directeur de 0,05% à 0%, et le taux de dépôt

---

<sup>3</sup> Non seulement la croissance des pays dits « vertueux » est somme toute modérée, mais les « bons » chiffres du chômage cachent une détérioration qualitative des conditions d'emplois, un accroissement des inégalités et une détérioration du capital humain en termes de santé et de perte de qualifications et d'employabilité, notamment des séniors.

<sup>4</sup> Agence de notation « Fitch ».

des liquidités bancaires de -0,3% à -0,4%. C'est du jamais vu dans l'histoire de la BCE et des BC ! Les politiques de QE ont donc gonflé fortement le bilan des Banques. C'est ainsi qu'en rachetant massivement des MBS\* (créances hypothécaires immobilières) et des Bons du Trésor, la Fed a vu passer son bilan de 800 milliards de \$ avant la crise des « subprimes », à près de 4500 milliards aujourd'hui, soit l'équivalent de 22% du PIB. Dans un contexte similaire, le Japon a engagé un nouveau plan de relance de l'ordre de 6000 milliards de Yens pour le mois de juillet 2016 et envisage de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif. Jusqu'à l'été 2012 le BCE, dans le cadre du « Securities Market Program », a vu la taille de son bilan augmenter, à la suite de deux opérations de refinancement à très long terme qui ont permis d'allouer 1000 milliards d'Euros, en raison principalement d'une augmentation endogène de la création monétaire par les banques commerciales et non pas selon un mode exogène comme aux USA, au Japon et en GB où l'augmentation de la liquidité provient de la seule impulsion de la BC. Jusqu'en janvier 2015, la BCE a ainsi mené l'essentiel de ses interventions sous forme de prêts collatéraux au système bancaire. La taille de son bilan a été déterminée par la demande de liquidités en provenance des banques de second rang. Le total des différents programmes de refinancement et d'achats de titres visant à améliorer les canaux de transmission de la politique monétaire (qui ont été affectés par la crise des dettes souveraines) n'a pas dépassé au début de l'année 2013, 280 milliards d'Euros. On était bien loin des chiffres de la FED ou de la Banque d'Angleterre qui créaient massivement de la monnaie scripturale au profit de l'Etat en se portant acheteur des obligations émises par le Trésor Public. Le 22 janvier 2015, Mario Draghi, le gouverneur de la BCE (affublé depuis du surnom de « Super Mario ») a annoncé l'achat de titres adossés à des actifs (Asset Backed Securities), de titres souverains (bons du Trésor émis par les Etats de l'UE) et de titres émis par des agences supranationales, le tout pour un montant de 60 milliards d'Euros par mois de mars 2015 à septembre 2016, ce qui représente une augmentation totale de la taille du bilan de la BCE de 1100 milliards d'Euros! En rachetant aujourd'hui 80 milliards d'euros par mois de dettes publiques et privées la BCE a vu croître son bilan de 32% en 2016, pour passer à 3663 milliards d'Euros. Le 10 mars 2016 la BCE a annoncé une baisse de son principal taux directeur de 0,05% à 0%, une baisse de -0,3% à -0,4% du taux de dépôt de leurs liquidités, une hausse du rachat mensuel des dettes publiques de 60 à 80 milliards d'Euros!

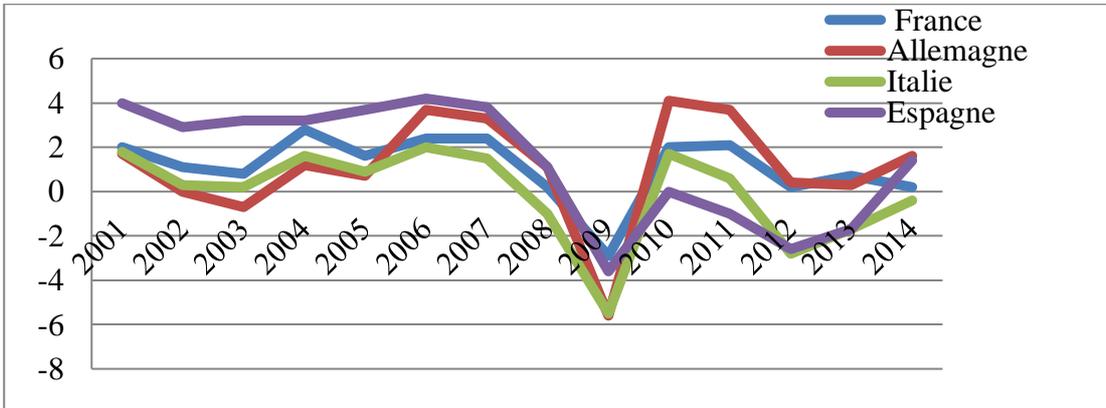
---

\* Mortgage Baked Securities

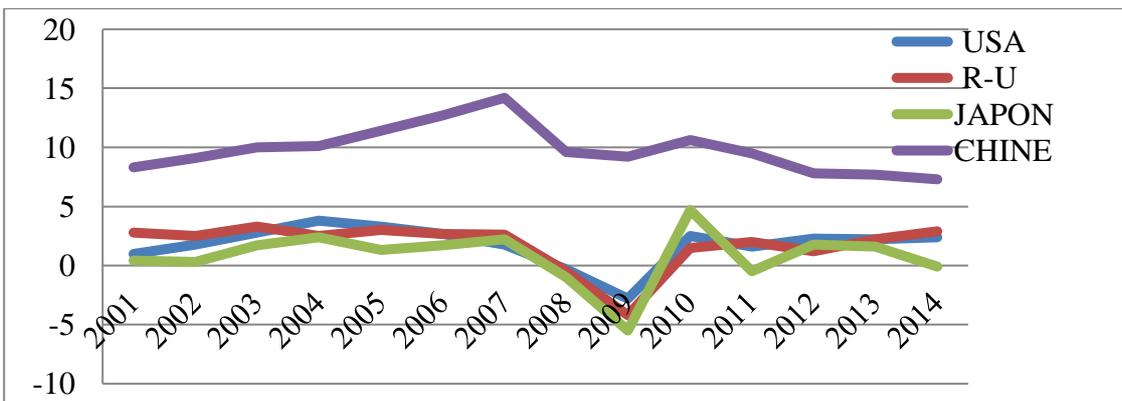
**B. Malgré tout, ces politiques accommodantes ont eut des effets limités sur le plan des résultats empiriques.**

**1. Effets sur la croissance**

Taux de croissance du PIB



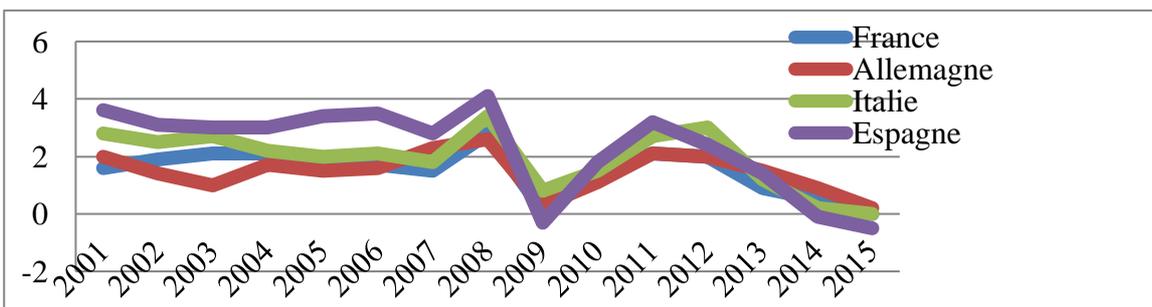
Sources : d'après les données de World Development Indicators (WDI)



Sources : d'après les données de WDI

**2. Effets sur l'inflation.**

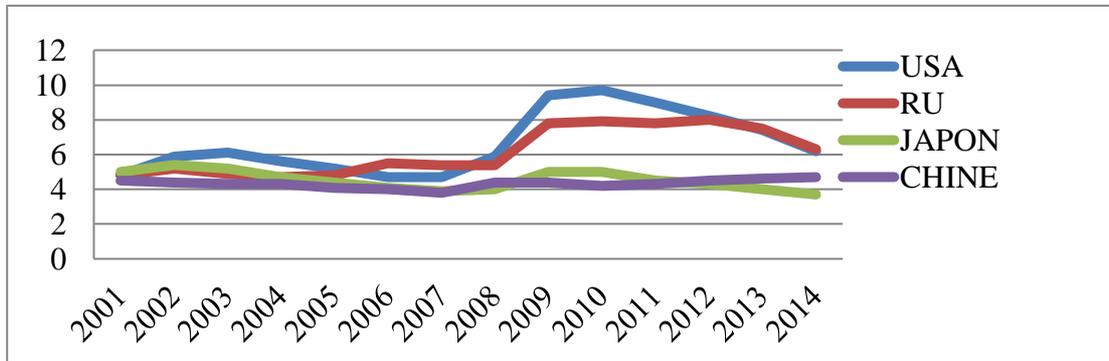
Taux d'inflation



Sources : d'après les données de WDI

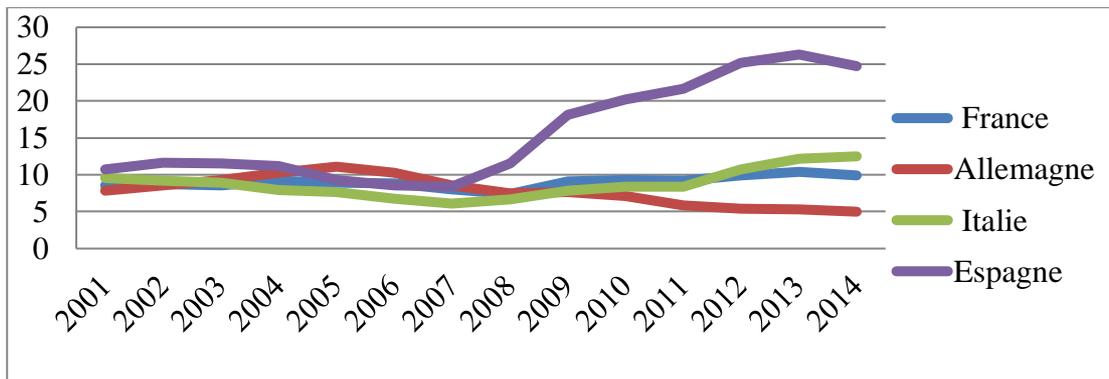
### 3. Effets sur le chômage.

Taux de chômage



Sources : d'après les données de WDI

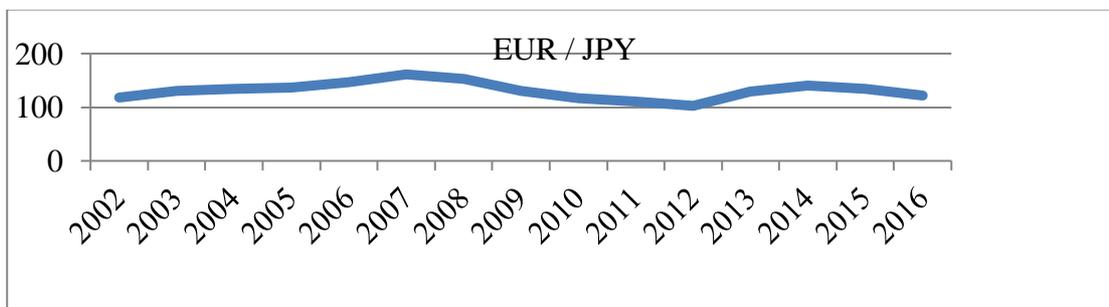
Taux de chômage



Sources : d'après les données de WDI

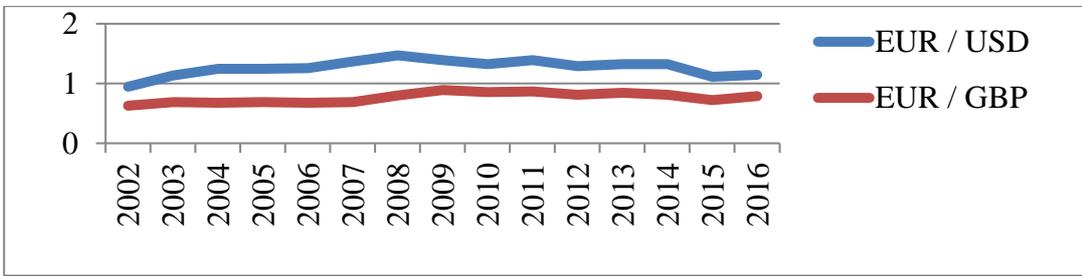
### 4. Effets sur les taux de change.

Taux de change



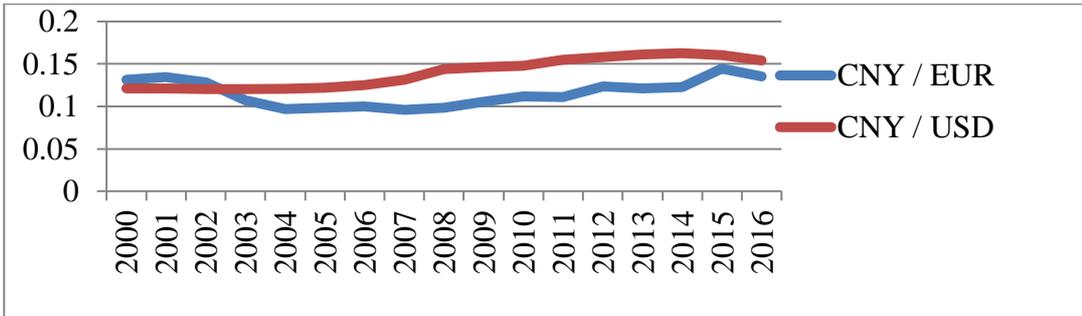
Sources : d'après les données de WDI

Taux de change



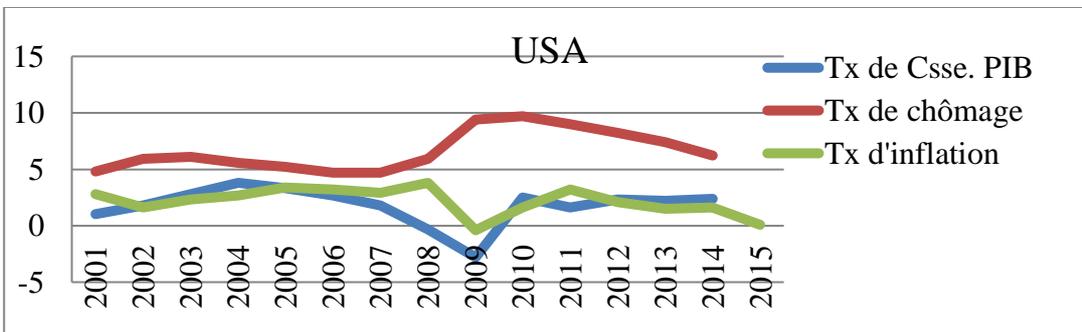
Sources : d'après les données de WDI

Taux de change

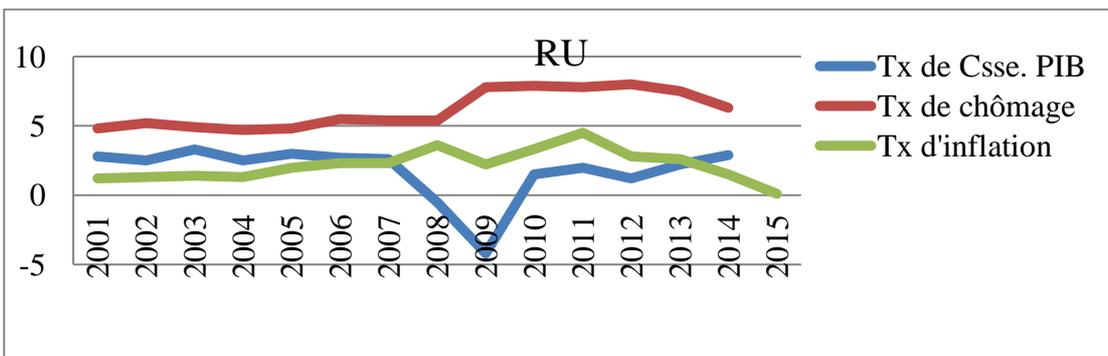


Sources : d'après les données de WDI

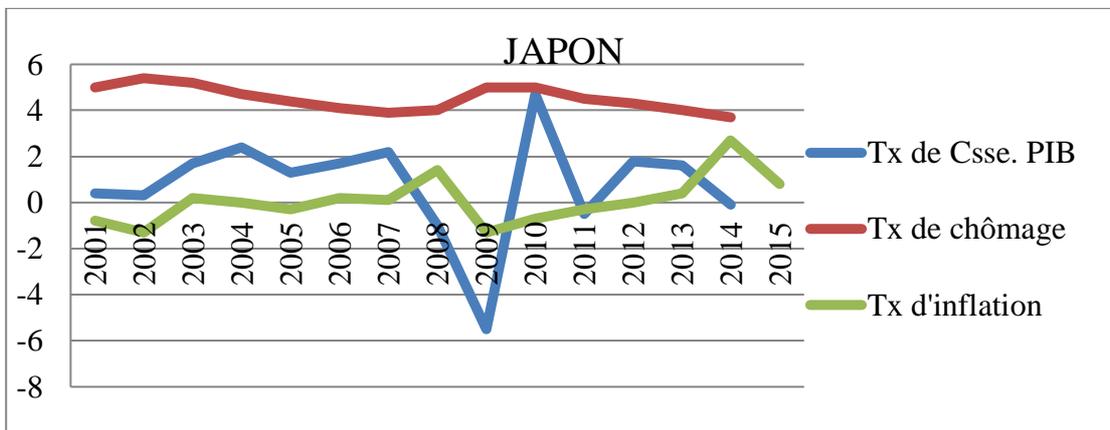
## 5. Effets sur la relation inflation-chômage (courbe de Philips).



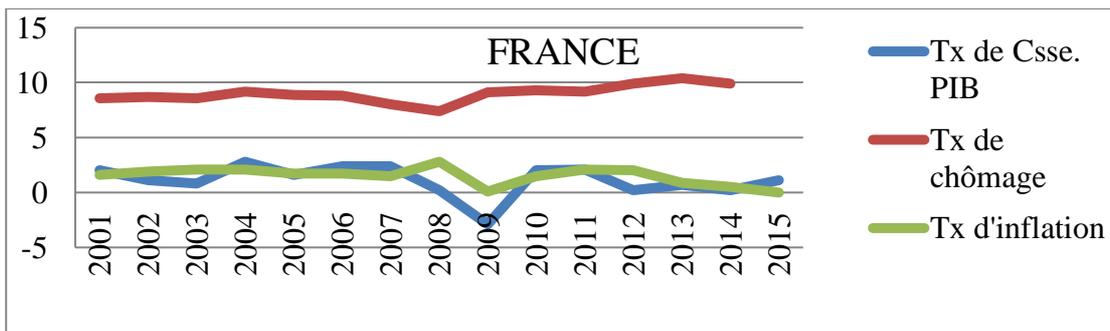
Sources : d'après les données de WDI



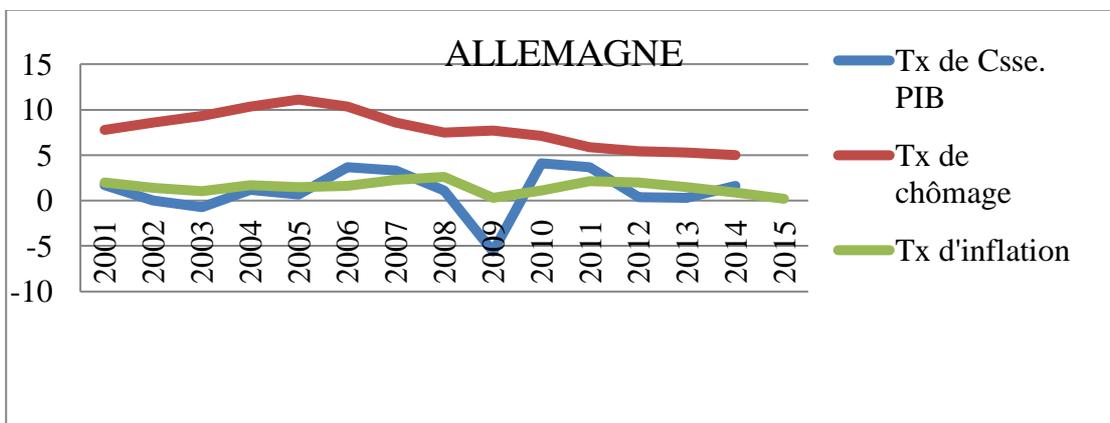
Sources : d'après les données de WDI



Sources : d'après les données de WDI



Sources : d'après les données de WDI



Sources : d'après les données de WDI

Manifestement et sans qu'il soit pour l'instant nécessaire d'entreprendre des analyses économétriques plus poussées, il apparaît bien que les politiques monétaires de QE n'ont pas réussi véritablement à relancer une croissance vigoureuse, réduire durablement et significativement le chômage et faire disparaître la menace de déflation. La relation inflation-chômage conforme à la courbe de Philips n'existe dans aucun des pays analysés. Les variations du taux de change entre les principales monnaies semblent plus ou moins déconnectées des politiques monétaires pratiquées tant sur le plan des rachats massifs de titres publics que sur le plan de la baisse des taux d'intérêt. Il semble bien en revanche que le secteur financier a pu être pour l'instant préservé d'un risque de crise majeure. Les

marchés d'actions ont connu des embellies significatives, le marché des obligations n'a pas (encore) connu de bulle spéculative, contrairement à la plupart des prévisions, le secteur bancaire, pourtant encore fragilisé par les titres toxiques des « subprimes » (toujours présents) et la baisse des taux d'intérêt, n'a pas connu de faillites retentissantes et semble même aujourd'hui en voie de rémission, et enfin il n'y a pas eu (encore) de défaillances sur la dette publique. Au total donc, les politiques de QE n'ont pas eut les effets escomptés sur l'économie réelle ni directement, ni indirectement par le biais des marchés financiers. La déconnexion entre la sphère réelle et la sphère monétaire et financière n'a jamais été aussi marquée alors que dans le même temps s'accroissent les inégalités, les risques environnementaux et les menaces géopolitiques. Malgré tout, avec la reprise ces derniers mois, assez timide et incertaine, de la croissance aux Etats-Unis, dans les pays émergents, et à un moindre degré en Europe, croissance marquée par un retour modéré de la hausse des prix, on assiste depuis le deuxième semestre 2016 à une remontée des taux d'intérêt certes peu importante mais suffisamment significative pour susciter des inquiétudes sur son impact sur les dettes publiques et leur soutenabilité. Depuis le mois d'août 2016 le taux français des titres publics à 10 ans est passé de 0,1% à 1,05% et ceux de l'Allemagne et de l'Italie respectivement, de -0,1% à 0,34% et de 1,05% à 2,1%. En Avril 2017, le spread de taux de la France par rapport à l'Allemagne est remonté à 70 points de base. Dans ce contexte conjoncturel, somme toute fragile<sup>5</sup>, la question se pose donc aujourd'hui d'un retour à l'orthodoxie monétaire par la réduction de la taille des bilans des BC, soit en cessant de racheter des obligations publiques et privées, soit en les revendant, ce qui provoquerait une baisse de leurs cours et par ricochet une baisse du revenu des épargnants et des investisseurs et donc du marché immobilier. Revenir vers des politiques monétaires orthodoxes, sans une réflexion approfondie sur les raisons de l'échec relatif des politiques monétaires hétérodoxes de QE, serait à notre avis une grave erreur. L'efficacité limitée des politiques monétaires accommodantes tient selon nous au fait qu'elles ne sont justement pas allées jusqu'au bout de leur démarche hétérodoxe.

---

<sup>5</sup> Dans ses « perspectives économiques » du 1<sup>er</sup> juin 2016, l'OCDE considère également que les politiques monétaires hétérodoxes des BC ont montré leurs limites. Tout comme le FMI et la Banque Mondiale, l'OCDE prévoyait une croissance mondiale « molle » de 3% en 2016 et de 3,3% en 2017, avec un nombre élevé de chômeurs (39 millions), notamment chez les jeunes et les seniors, et un accroissement des inégalités et de la précarité.

## II. ALLER PLUS LOIN DANS L'HÉTÉRODOXIE DES POLITIQUES MONÉTAIRES POUR REFONDER LES POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES.

Le « QE » en soi ne suffit pas à fonder un changement de paradigme théorique. Il se présente plutôt comme une réponse pragmatique de la part de décideurs économiques (les gouverneurs des grandes BC des pays développés) qui ne s'embarrassent pas de considérations idéologiques quand ils estiment qu'il faut faire face par tous les moyens possibles, à une situation d'urgence (Broyer S. (2013)).<sup>6</sup> Cependant, dans le même temps où l'on a annoncé les mesures « non conventionnelles » que nous avons exposées, il a été aussi clairement dit que dès lors que l'on verrait apparaître les premiers signes de la reprise en termes de croissance du PIB, de réduction du chômage et surtout de hausse des prix, on reviendrait immédiatement aux vieux canons du monétarisme. Cette frilosité dans la mise en œuvre des politiques monétaires hétérodoxes est plus marquée au sein de la zone Euro qu'ailleurs dans le monde. Plus précisément, au sein de l'UE, on a maintenu une vision orthodoxe du statut de la monnaie, une conception moralisatrice de la dette publique et une séparation nette entre les politiques budgétaires et monétaires qui doivent afficher au surplus leur stricte neutralité par rapport à la mise en œuvre de réformes structurelles qui vont toutes dans le seul sens de la dérégulation, de la déréglementation et de la flexibilisation des facteurs de production (capital et travail).

### A. Une vision hétérodoxe frileuse.

Les politiques monétaires dites « conventionnelles » se fixent pour principal objectif d'atténuer et de neutraliser les chocs réels et financiers pour assurer la stabilité des prix à moyen et long terme sur la base d'une cible d'inflation (2% par an pour la BCE) à laquelle sont supposés, selon elles, se référer les anticipations des agents. Ces politiques d'inspiration monétaristes reposent sur trois dichotomies principales : séparation entre la sphère monétaire et financière, séparation entre la sphère financière et la sphère réelle (croissance et emploi), séparation entre les politiques conjoncturelles et structurelles. Ces dichotomies d'ordre théorique ont des implications sur la conduite de la politique macroéconomique au sens large. Elles impliquent en particulier que les BC doivent être indépendantes du pouvoir politique

---

<sup>6</sup> Même l'hypothèse de la « *monnaie hélicoptère* » qui relevait jusque là de la boutade, n'a pas été écartée par Mario Draghi. Cette idée de « jeter » de l'argent par hélicoptère (« Monnaie hélicoptère » ou « *QE for people* ») en visant les pauvres et la classe moyenne ou en incitant les Etats à des dépenses accrues (infrastructures, éducation, formation, recherche, etc.) a été émise dans le passé sous forme de métaphore par Friedman.

pour pouvoir justement éviter tout abus du pouvoir régalién de « battre monnaie ». Les BC ont en charge la seule conduite de la politique monétaire par le canal du taux d'intérêt directeur, en faisant varier l'offre de monnaie soit à la hausse (politique monétaire expansive) soit à la baisse (politique monétaire récessive)<sup>7</sup>

Les politiques monétaires de QE ont remis en question partiellement certaines de ces dichotomies sans aller jusqu'au bout d'une vision unitaire plus dialectique. Ces politiques visent à agir non seulement sur la taille mais aussi sur la structure des bilans par trois types de mesures d'assouplissement: quantitatif (« Quantitative Easing » ou QE) qui visent à augmenter le passif du bilan des BC sans forcément accroître immédiatement l'offre de monnaie, qualitatif (« Qualitative Easing ») qui visent quant à elles à agir sur la structure du bilan et de crédit » (Credit Easing ») qui visent à la fois la taille et la structure du bilan. Toutes ces mesures peuvent entraîner (mais pas obligatoirement) une augmentation de la base monétaire, ce qui devrait en principe favoriser l'activité économique à moyen et long terme, et par la même accélérer l'inflation. Ces mesures sont qualifiées de « non conventionnelles » car elles vont bien au-delà de la seule manipulation à la baisse du taux d'intérêt.<sup>8</sup>

La BCE, à la différence de la Fed, de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon notamment, n'achète pas directement les obligations émises par les Etats de la zone Euro. En vertu d'une interdiction absolue faite par les traités européens, la BCE ne permet pas aux Etats membres de créer de la monnaie. Quand elle rachète des obligations publiques des pays de la zone Euro, ces titres transitent toujours par les BC nationales. Celles-ci voient leurs dettes (dites « target 2 ») augmenter, dès lors que ces titres sont rachetés en dehors de la zone Euro ou à des résidents nationaux qui vendent des titres publics pour acheter des actifs financiers étrangers et non pas nationaux. Le même phénomène se produit lorsque des investisseurs étrangers revendent des actifs financiers nationaux publics et/ou privés.<sup>9</sup> Lorsque en revanche, ce sont des résidents nationaux qui vendent leurs titres publics nationaux pour acheter des actifs financiers nationaux, il n'y a pas d'augmentation des dettes « Target 2 ».<sup>10</sup> La politique de QE de la BCE ne crée donc pas de la monnaie « neuve » comme le font les autres grandes BC, mais pourvoit à l'approvisionnement de l'économie

---

<sup>7</sup> Cf. le modèle IS/LM

<sup>8</sup> Lorsqu'il est proche ou égal à zéro comme aujourd'hui, le taux d'intérêt perd évidemment de son efficacité comme canal de transmission de la politique monétaire.

<sup>9</sup> Par exemple, en cas de défiance sur la soutenabilité de la dette publique des Etats.

<sup>10</sup> La contrepartie de ces achats d'obligations publiques est une augmentation des réserves excédentaires des banques auprès de la BC nationale.

en liquidités<sup>11</sup>. La BCE joue ainsi surtout comme un bouclier de protection vis-à-vis de pays de la zone Euro dont la balance des paiements est déficitaire. Ceci tient au fait qu'elle maintient des taux d'intérêt bas même dans des situations de défiance financière des investisseurs vis-à-vis des titres publics et privés d'un pays de la zone Euro.<sup>12</sup>

## **B. Dépasser les représentations dichotomiques.**

### **1. Dichotomie du monétaire et du budgétaire.**

Si l'on admet le point de vue hétérodoxe keynésien, non seulement de la primauté de la création monétaire endogène (crédit bancaire) mais aussi de la primauté des anticipations dans le déroulement des processus économiques, il devient évident que l'on ne peut dissocier la politique monétaire de la BC de la politique budgétaire du Trésor.<sup>13</sup> La capacité de la BC à contrôler les prix est ainsi toujours conditionnée à la capacité et à la volonté du Trésor de valider les actions de la BC. Si celle-ci veut par exemple ralentir l'inflation en augmentant les taux d'intérêt, le Trésor doit nécessairement accroître ses recettes supplémentaires nécessaires pour payer des intérêts plus élevés sur la dette publique. C'est la raison pour laquelle la « coordination » entre la politique monétaire et la politique budgétaire est toujours au cœur de la problématique de la politique macroéconomique et que la vision monétariste d'indépendance ou de séparation entre les deux est un non sens absolu. La solution aujourd'hui n'est donc pas à un retour progressif à l'ancienne politique monétariste mais bien de penser et de mettre en œuvre une articulation étroite entre les politiques monétaires de QE et les politiques budgétaires, qu'elles soient de court terme (conjoncturelles) ou de long terme (structurelles) mais qui elles-mêmes, doivent répondre aux mêmes objectifs macroéconomiques de croissance économique, de création d'emplois et de relance de l'inflation.

---

<sup>11</sup> Ces liquidités peuvent être conservées dans le système bancaire sans nécessairement irriguer les entreprises à travers le crédit bancaire.

<sup>12</sup> C'est la raison pour laquelle, une « sortie » unilatérale (c'est à dire sans coordination multilatérale) de la zone Euro d'un pays membre aurait pour effet immédiat d'accroître la défiance des investisseurs vis-à-vis des actifs financiers du pays concerné et de provoquer une hausse des taux d'intérêt, qui pourrait être d'ailleurs anticipée par les marchés bien avant la sortie effective. On assisterait ainsi à une hausse du « spread » (écart) entre le taux d'intérêt du pays concerné par la sortie et les taux d'intérêt des autres pays de la zone, qui pourrait conduire à une crise de la dette publique, comme de la dette privée, notamment si les banques du pays en question sont en situation de fragilité et ne satisfont pas aux « stress-tests ».

<sup>13</sup> Ces anticipations portent sur la demande (« effective demand ») comme sur la soutenabilité du déficit budgétaire.

## 2. Dichotomie du monétaire et du budgétaire.

Il s'agit ici de dépasser la vision économiciste et fonctionnaliste de la monnaie, dans le sens où les fonctions qui lui sont assignées habituellement d'unité de compte, de moyen de paiement et de réserve des valeurs ne peuvent s'exercer pleinement et de manière continue que si préalablement elle est reconnue socialement (d'abord, à travers des institutions d'ordre étatique et ensuite à travers des relations marchandes) comme équivalent général de tous les biens et services produits. (Brunhoff (de) S. (1976)) Cette « reconnaissance sociale » est la marque d'une confiance, d'une croyance et d'une acceptation d'un pouvoir régalien et souverain qui se situe en dehors du champ de l'économie proprement dite. Adopter une vision résolument institutionnaliste et régulationniste du statut de la monnaie permet de montrer comment sa représentation sociale par les agents économiques peut être perturbée par la défaillance des Etats et des institutions qui vient entamer la confiance des agents et obscurcir leur vision de l'avenir et leur capacité d'anticiper et de se projeter sur le futur dans des activités marchandes porteuses de création de valeur et de croissance économique. Dans une économie moderne, la création monétaire est avant tout endogène, c'est à dire créée à partir des créances sur l'économie par le système bancaire et généralement mesurée par le multiplicateur monétaire. Le secteur bancaire peut reconstituer ses réserves en proposant une rémunération des dépôts soit par création monétaire, soit à partir des dépôts eux-mêmes. Compte tenu des évolutions du secteur bancaire et de ses dérives inquiétantes dans le contexte de la libéralisation financière, il est selon nous important de repenser non seulement l'endogénéité de la création monétaire mais aussi de manière liée, l'articulation entre le monétaire et le financier.<sup>14</sup> A la manière de B. Schmitt (1975) et de l'école postkeynésienne du circuit (Parguez A. 1982), il faudrait penser l'articulation de la monnaie d'une part comme pouvoir d'achat permettant un prélèvement immédiat sur les richesses produites et d'autre part, comme « convoyeur » financier permettant de mobiliser les ressources humaines, techniques et naturelles inemployées pour une production de richesses futures.

## 3. La dichotomie du conjoncturel et du structurel.

Dès lors que l'on sera en mesure sur le plan conceptuel et opérationnel de construire une vision unitaire et intégrée de la monnaie (Parguez A. (2008)), on pourra remettre en cause la

---

<sup>14</sup> Les opérations de titrisation notamment et la technique des «swaps » permettent d'effacer les distinctions entre investissements et placements de court terme et de long terme. Elles se traduisent par la prédominance de la circulation (de plus en plus rapide) des flux sur la création de stocks en capital physique et humain de long terme. Elles conduisent à une confusion du monétaire et du financier et favorisent les activités purement spéculatives sans création de richesses réelles.

dichotomie du conjoncturel et du structurel et du même coup la vision trichotomique de la politique économique telle qu'elle a été proposée par Musgrave R.<sup>15</sup> En opérant cette articulation entre les politiques de régulation conjoncturelles de court terme et les politiques structurelles de long terme, on n'aura plus besoin de recourir à la métaphore, qui peut prêter à sourire, tant elle paraît à première vue inconcevable, de la «monnaie hélicoptère». Il ne s'agira plus de « jeter » de l'argent par hélicoptère en visant les pauvres et la classe moyenne («Quantitative Easing for People»), mais de fournir aux Etats les ressources monétaires susceptibles de mobiliser les ressources humaines inemployées pour des investissements à long terme dans les secteurs qui sont générateurs d'externalités positives et de développement durable. Pour la mise en œuvre des politiques structurelles de long terme, la fonction de « convoyage » de la monnaie l'emporterait sur sa fonction de « prélèvement » sur les richesses. Il suffirait pour cela que la BCE rachète des bons du Trésor « neufs » émis par les Etats membres, à condition que cette monnaie, ainsi nouvellement créée, ne soit pas utilisée prioritairement comme « pouvoir d'achat » pour une consommation immédiate d'un stock de biens qui n'a pas encore augmenté. Cette monnaie nouvellement créée, doit être utilisée comme moyen pour convoier et mobiliser des ressources productives inemployées par des investissements de long terme, qui seraient décidés à l'échelle européenne à travers des procédures démocratiques et des institutions supranationales adaptées. Certes les flux de dépenses engendrés par ces investissements vont se transformer progressivement en « monnaie-pouvoir d'achat », mais cela n'a alors plus rien d'illégitime, puisque ce pouvoir d'achat ne résulte plus d'un « don du ciel » (monnaie hélicoptère), mais d'une véritable activité productive génératrice de richesses. Bien évidemment cette « monnaie-convoi » ne devrait être comptabilisée comme dette publique ou privée que sur le très long terme, c'est à dire qu'elle ne serait « annulée » (remboursée) et ainsi validée socialement qu'à partir du moment où les conditions de la croissance seront restaurées, ce qui, en tout état de cause, est préférable au caractère aléatoire et gratuit de la monnaie hélicoptère. Une difficulté peut apparaître, en ce qui concerne la synchronisation de la création monétaire au cycle des affaires (Business cycles) entre les différents Etats. non seulement sur le plan interne propre à chacun des Etats concernés, mais aussi et surtout sur le plan externe entre Etats ou zones monétaires qui ne sont pas irriguées par la liquidité ou qui sont irriguées par d'autres liquidités (UE, Chine, Japon). La problématique de la synchronisation se complique dès lors que les rythmes de croissance ne coïncident pas et divergent. Comment assurer alors la convergence de niveaux et/ou des rythmes de croissance par le biais de la politique

---

<sup>15</sup> Celui-ci faisait une distinction entre la politique de stabilisation conjoncturelle, la politique de redistribution des revenus et la politique d'allocation des ressources.

monétaire et des activités financières et bancaires ? On retrouve ici la problématique du rôle de la monnaie et de la finance dans la croissance, non plus dans le cadre d'un seul pays ouvert à la concurrence internationale, mais dans un cadre monétaire multipolaire à plusieurs zones de pays qui ont des trajectoires de croissance et des modèles de développement différents.

### **C. Quelques propositions de politiques macroéconomiques.**

#### **1. Associer la politique monétaire accommodante à une politique structurelle de long terme.**

Il nous semble qu'il faut remettre en cause la deuxième dichotomie de la pensée orthodoxe et du même coup faciliter la résolution de la première dichotomie qui reste aujourd'hui inachevée. Il faudrait pour cela mettre la politique monétaire hétérodoxe sinon au service, du moins en cohérence, avec les politiques structurelles. Il ne s'agit pas ici, selon notre conception, seulement des « réformes structurelles », qui, dans la vision orthodoxe libérale, portent en priorité sur les conditions de réalisation d'un excédent durable du budget primaire (hors paiement du service de la dette) principalement par des réductions des dépenses publiques. Pour nous, les politiques structurelles doivent viser principalement les conditions d'une croissance endogène inclusive et durable. Ce qui signifie des investissements publics et privés dans le capital humain (éducation, recherche, santé), dans la diversification de la base productive, dans la réduction des inégalités de tous ordres, dans la protection de l'environnement et dans la promotion des écosystèmes de l'innovation. Il convient aussi d'investir dans la qualité des institutions en termes de gouvernance et de comportements éthiques. Le nécessaire reconfiguration du système productif porteur de ce nouveau régime de croissance et de développement durable doit être en adéquation avec l'émergence de nouveaux secteurs tels que l'environnement, l'énergie, l'économie sociale et solidaire, la « Silver Economy », etc. Il nous paraît que les facteurs véritablement structurels tels que par exemple, le vieillissement de la population (associé à la hausse de l'épargne de précaution, la fuite devant la monnaie, l'achat de biens refuges spéculatifs), le ralentissement de la productivité (associé au freinage salarial et à la baisse de la demande et de l'investissement), la montée inexorable d'une économie de services et des usages, etc. surdéterminent les facteurs conjoncturels (trappe à liquidités liée au taux d'intérêt très bas).

#### **2. Poser les bases d'une coordination supranationale.**

La remise en cause de ces visions dichotomiques fait apparaître la nécessité d'une coordination étroite des politiques macroéconomiques à l'échelle supranationale (UE et

mondiale), qui ne peut se réduire aux seules réunions épisodiques des différents G8, G7, G20... ou ECOFIN, qui ne débouchent au mieux que sur de simples recommandations sans aucun caractère contraignant. Sur un autre plan, il convient aussi de considérer qu'en l'absence de toute coordination avec les pays tiers, les politiques accommodantes des banques centrales des pays émetteurs de monnaies internationales obligent tous les autres pays (émergents et en développement notamment) à ajuster leurs politiques monétaires de manière asymétrique sans que cela corresponde forcément aux besoins de leurs économies.<sup>16</sup> Les pays dits « périphériques » en particulier, sont contraints de s'ajuster unilatéralement en accumulant des réserves de changes pour faire face à ces chocs exogènes et pour cela doivent pratiquer des politiques offensives d'exportation basées sur des gains de compétitivité qui pèsent sur les salaires et leur demande intérieure (politiques d'austérité) Rodrik, D. (2006), ce qui va aussi impacter en retour négativement, l'économie des pays développés. Ces chocs asymétriques qui obéissent aux contraintes cycliques des économies dominantes s'imposent donc aux pays de leur sphère d'influence sans lien avec leur régime de change, et sans lien avec leurs propres contraintes de régulation macroéconomique et de développement. D'où la nécessité pour eux de sortir du carcan des politiques libérales et d'instaurer un contrôle des capitaux pour mieux maîtriser leur politique monétaire, infirmant par là le fameux théorème d'incompatibilité de Mundell.<sup>17</sup> Rey H. (2015). Cette « tyrannie » exercée unilatéralement par les monnaies internationales, et qu'exprime bien la boutade attribuée à la FED : « Le Dollar c'est notre monnaie et votre problème ». (Eichengreen, 2011),<sup>18</sup> peut être contournée par des Etats volontaristes en termes d'indépendance et de contrôle des capitaux. Sur le plan international on assiste aussi aujourd'hui à des tentatives de création de monnaies régionales en Afrique, en Asie et en Amérique Latine qui contestent le statut du Dollar comme monnaie internationale.

S'agissant plus particulièrement de la zone Euro, dans l'idéal à moyen terme, il faudrait s'orienter vers la construction d'un Etat fédéral qui permettrait non seulement de mutualiser et de consolider les soldes budgétaires de tous les Etats membres, mais aussi les déficits et excédents des balances commerciales. Ces mesures associées à la réalisation d'une Union

---

<sup>16</sup> C'est ainsi que la politique accommodante de la FED a attiré dans un premier temps un flux de capitaux vers le Brésil qui s'est ensuite retiré tout aussi brusquement.

<sup>17</sup> En 2011, le FMI a fini par accepter la nécessité de ce contrôle « dans certaines circonstances ».

<sup>18</sup> Cf. le « dilemme » soulevé dans les années 60 par Robert Triffin : Une balance commerciale excédentaire du pays détenteur de la monnaie internationale engendre une pénurie de liquidités internationales qui freine le commerce mondial tandis qu'un déficit commercial produit de la liquidité internationale mais accroît le doute sur la soutenabilité de ce déficit et par là sur la valeur et le statut de la monnaie internationale.

bancaire européenne seraient en mesure de donner à l'Euro, le statut d'une véritable monnaie internationale capable de concurrencer le Dollar et de faire face à la « résistible ascension » du Yuan dans un contexte pressant d'une « guerre des monnaies »

### **3. Anticiper le risque majeur des stratégies non-coopératives : la guerre des devises clés.**

Les chocs asymétriques engendrés par des politiques macroéconomiques non coordonnées, risquent aujourd'hui d'être amplifiés de manière encore plus violente et plus imprévisible par le risque grandissant d'une guerre des monnaies et d'un effondrement du Dollar, notamment au profit du Yuan. Cette guerre des devises-clés (Dollar, Euro, Yen et Yuan) semble avoir déjà commencé. Elle apparaît aujourd'hui à travers des mouvements erratiques des cours entre ces différentes monnaies qui perturbent considérablement les économies émergentes.

La question de la place de l'Euro comme monnaie internationale face au Dollar et au Yuan est aujourd'hui posée. Alors que la part des USA dans le PIB mondial depuis la fin de la deuxième guerre mondiale<sup>19</sup>, est passée de 30 à 18% et que celle de la Chine atteint aujourd'hui 16%, le dollar reste toujours la monnaie internationale de référence. Dans les années 70, 2/3 du PIB mondial étaient ancrés sur le Dollar. La Livre Sterling et le Rouble soviétique se partageaient le tiers restant. Aujourd'hui 60% des pays du Monde représentant 70% du PIB mondial utilisent le Dollar comme monnaie de référence (Rheinart, C. E. Ilzetzki et K. Rogoff 2011). L'Euro qui avait bénéficié à sa création de l'aura du D-M et de la Zone Franc, est aujourd'hui en perte de vitesse du fait de ses divisions et de la diminution de la part de l'UE dans le PIB mondial. Cette situation paradoxale du Dollar témoigne bien de la déconnexion entre la sphère financière et la sphère réelle de la production. Les USA alimentent la demande mondiale en actifs de réserves monétaires et financières et notamment celle qui émane aujourd'hui des pays émergents, à l'instar de ce qui s'était produit avec l'Europe après la guerre pour sa reconstruction. Avec la fin du système de Bretton Woods en mars 1973 et la déconnexion officielle du Dollar par rapport à l'or, les USA ont pourvu à la demande de liquidités mondiales en émettant toujours plus de Dollars sous forme d'emprunts (émission de titres publics). D'où les déficits structurels de long terme de leur balance courante et de leur budget qui ne peuvent être réduits qu'au prix d'une récession mondiale puisque cela implique un arrêt de la fourniture de monnaie de

---

<sup>19</sup> Les Accords de Bretton Woods de 1944 consacrent la suprématie du Dollar comme devise clé et monnaie internationale.

réserve pour le reste du monde. La réduction des déficits courants et budgétaires des USA pourrait aussi s'opérer par la dépréciation du Dollar, ce qui impliquerait alors une perte en capital pour les pays détenteurs de titres de la dette publique américaine et au premier chef la Chine. Dans cette éventualité, le Yuan pourrait progressivement se substituer au Dollar comme monnaie de réserve. Les DTS émis par le FMI et où figure aujourd'hui également le Yuan peuvent aussi répondre à la demande mondiale de monnaie de réserve et atténuer ainsi la pression sur le Dollar. On peut enfin imaginer une diminution de la demande mondiale de monnaie de réserve si, comme cela commence à s'amorcer, la Chine dégonfle son trésor de réserve monétaire en Dollars en exportant ses capitaux et en achetant des actifs réels un peu partout dans le Monde, ce qui accélérerait sa marche vers un leadership économique mondial.

### **Conclusion.**

On ne saurait nier ici la persistance des problèmes liés aux taux d'intérêt bas (nuls ou même négatifs) et à la création monétaire exogène, ni sous-estimer les risques monétaires et financiers que génèrent les politiques monétaires de QE menées séparément dans un contexte multipolaire particulièrement instable. Nous pensons plus particulièrement au risque bancaire (aujourd'hui en voie de résolution), au risque financier (bulles spéculatives) et au risque monétaire (défiance et fuite généralisée devant la monnaie). La question toujours en suspens de la nécessité selon nous d'un effacement total ou partiel des dettes publiques non soutenables de certains pays aurait aussi méritée de longs développements. Il est patent que le surendettement public et privé joue un rôle non négligeable dans l'absence d'efficacité des politiques macroéconomiques. Il nous paraît en effet qu'aujourd'hui, le seul risque véritable que peuvent faire courir aujourd'hui les politiques monétaires accommodantes est celui du « discrédit » dont peuvent être frappées les BC. C'est ce « discrédit » (ou tout au moins une certaine méfiance) qui a entraîné un déclasserement des titres publics que rachètent ces BC, et donc une raréfaction des liquidités internationales.<sup>20</sup> Ce n'est de toutes façons pas, comme le clament les puristes des politiques monétaristes orthodoxes, le risque d'inflation

---

<sup>20</sup> De fait, en dépit de ces injections massives de monnaie « neuve », la liquidité de l'économie mondiale n'a jamais été aussi basse. Elle ne représente plus que 30% du PIB mondial, alors qu'elle se situait en 2009 à 60%. Une partie de l'explication de cette chute tient à la crise de la dette publique qui a favorisé le déclasserement des bons du Trésor de nombreux pays dont la dette est jugée non soutenable.

lié à un excès de liquidité dans un contexte de croissance faible qui est la menace principale des politiques hétérodoxes.

Nous avons essayé dans cette communication de tracer quelques pistes de réflexion de politiques économiques de court, moyen et long termes intégrées, globalisées et systémiques qui rompent avec l'orthodoxie du néo-libéralisme. Ces pistes théoriques ne pourront conduire à un véritable changement de paradigme que si elles parviennent à prendre appui sur les différents courants passés de la pensée économique hétérodoxe (keynésienne, institutionnaliste, régulationniste, etc.) tout en les dépassant. L'alternative au néo-libéralisme ne saurait être un retour ni au protectionnisme ni à l'étatisme, mais à des formes décentralisées de régulation démocratique qui préservent les libertés individuelles et renforcent les solidarités sociales et les stratégies coopératives à l'échelle locale et mondiale. Nous sommes convaincus que le cycle des fluctuations conjoncturelles habituelles est durablement rompu et que l'on est bien en présence d'une crise structurelle de grande ampleur qui est en train de s'installer dans la durée et que L. Summers a qualifiée justement de « stagnation séculaire ». Il est donc urgent d'explorer objectivement et scientifiquement toutes les voies possibles de renouvellement de la théorie économique, sans anathèmes ni invectives stériles et inutilement blessantes comme on l'a vu récemment. (Cahuc P. et A. Zylberberg, (2016)) Au moment où les pays d'Europe s'interrogent sur leur avenir et la solidité d'un destin commun, au moment où le Monde est traversé par des périls de toute nature (écologique, climatique, sécuritaire, militaire, nucléaire...), au moment où les nationalismes et les populismes s'exacerbent face à la mondialisation, on peut vraiment penser sans verser dans un catastrophisme ambiant, qu'il y a « péril en la demeure » et qu'il ne faut plus persister dans la voie de politiques qui ont prouvé leur inefficacité et leur dangerosité.

### **Bibliographie.**

- Aglietta M. (2017) « La double démocratie », Seuil, Paris.
- Aglietta, M., Brand, T. (2013), Un new deal pour l'Europe, Paris, Odile Jacob.
- Aglietta M, Carton, B et Szczerbowicz, U, (2012) “La BCE au chevet de la liquidité bancaire” La Lettre du CEPII, n° 321, mai.
- Artus (2012), « La gamme complète des possibilités des banques centrales », Flash Economie n°186
- Banque Centrale Européenne, (2005), « Indicators of financial integration in the Euro area », ECB publication, 30 p.

- Bibow J. (2016) « How Germany's Anti-Keynesianism has brought Europe to Its Knees »
- Bordes Ch. (2013), "Les politiques monétaires, quel renouvellement avec la crise?", Problèmes économiques, septembre.
- Broyer S. (2013) "La réaction des banques centrales à la crise: une comparaison" Special Report recherche économique, n°30 Natixis, 27 février.
- Borio, Disyatat(2009) « Unconventional monetary policy : an appraisal », BIS Working Papers.
- Brunhoff (de) S. (1976), « Etat et Capital- Recherches sur la politique économique », PUG, Maspero
- Cahuc P. et A. Zylberberg, (2016) « Le négationnisme économique », Ed. Flammarion, Paris.
- Cohen, B. (2015) « The demise of the dollar? », Revue de la régulation, 18 | -1, 1-19.  
<http://regulation.revues.org/11501>
- Eichengreen, B. (2011), Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international, Paris, Odile Jacob.
- Ilzetzki E, Carmen M, Reinhart, K. S Rogoff (2011) « The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements into the 21 st Century: Will the Anchor Currency Hold? »
- Lordon, F., Lamarche, T., Ould Ahmed, P. et J.-F. Ponsot, « L'euro ou l'oubli de la politique », Revue de la régulation [En ligne], 18 | 2e semestre / Autumn 2015,  
<http://regulation.revues.org/11534>
- Man-Seop Park (2011), "Routes of money endogeneity, a heuristic approach", Cambridge Journal of Economics, juillet 2011.
- Musgrave, Richard A. "public finance." The New Palgrave Dictionary of Economics. Second Edition. Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.
- Parguez, A. (2008), « Money creation, Employment and Economic Stability : The Monetary Theory of Unemployment and Inflation », Panoeconomicus, UDC 336.1/.5 (original scientific paper).
- Parguez, A. (1982), 'La monnaie dans le circuit', Economie Appliquée, 35 (3),
- Rey, H. (2015), "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", NBER Working Paper, n°21162.
- Rodrik, D. (2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", International Economic.

- Samar Maziad and Joong Shik Kang: "RMB Internationalization : Onshore/ Offshore Links." IMF working paper, mai 2012.
- Schmitt, B (1975), « Théorie unitaire de la monnaie nationale et internationale » Editions Castella, Paris.