



# Autres aspects des effets économiques des politiques des Banques Centrales

par  
*Jean-Pierre Centi*

L'explication que nous donne Henri Lepage de la faiblesse contemporaine du trend de croissance dans les pays industrialisés comparativement au trend de la période d'avant-crise ne manque pas d'originalité. Henri Lepage se penche sur le cas des États-Unis et met en exergue un paradoxe : malgré les politiques de *quantitative easing* il y aurait eu en réalité une très forte *contraction* de l'agrégat monétaire largement défini (au sens de M4) et là se trouverait la source d'une déflation en grande partie invisible. L'auteur attribue ce manque de monnaie à une réglementation bancaire et financière abusive et emberlificotée.



**Jean-Pierre Centi** est Professeur émérite de sciences économiques. Doyen honoraire de la Faculté d'Economie Appliquée d'Aix-Marseille (2002-2012), il est aujourd'hui Vice-président de l'Académie des sciences, agriculture, arts et belles-lettres d'Aix-en-Provence. Spécialiste de théorie monétaire, il est l'auteur, entre autres écrits, de *Intégration européenne et concurrence des monnaies* (Economica, 1984).



Cette relation causale peut cependant faire débat.

1. Dans la première partie de son article Henri Lepage apporte un éclairage sur les principes de la création monétaire dans un système de banque centrale. Il lève le voile sur la destination de la monnaie abondamment créée par les « politiques monétaires accommodantes » (*quantitative easing*) et sur la gestion des réserves bancaires. Il rappelle qu'il n'y a plus de planche à billets *stricto sensu*. En effet l'expression n'est qu'un euphémisme pour parler de monnaie à bon marché (*cheap money policy*). Celle-ci a en fait été si bon marché que l'on a plongé dans un non-sens économique avec un niveau extrêmement bas des taux d'intérêt et une structure des taux distordue qui n'est en rien naturelle. Ne s'agit-il pas là de mauvais signaux qui à eux-seuls ont des répercussions néfastes sur l'activité économique ? Au lieu de dénoncer ce désajustement ou mal ajustement, Henri Lepage nous invite plutôt à penser qu'en réalité il y aurait eu non pas abondance monétaire (de liquidité) dans l'économie mais raréfaction monétaire, conséquence d'une « déglingue » du système bancaire. Or il est aisé d'observer que ce système était *déglingué* depuis bien longtemps: pensons à l'aléa moral généré par le FDIC (assurance de dépôts bancaires aux États-Unis), à l'extrême faiblesse des ratios des fonds propres des banques, au *too big to fail*, à la *Q regulation*, etc.

Dans la seconde partie, Henri Lepage fustige la politique monétaire pour son inefficacité. Il estime que les autorités monétaires pourtant convaincues de mener une politique monétaire de relance auraient en réalité fait l'inverse et auraient ainsi bridé la croissance. Le paradoxe sur lequel il met l'accent suscite néanmoins deux observations.

2. Première observation : nul ne peut nier que la crise financière de 2007-2008 déclencha un grand relâchement



monétaire sous l'appellation adoucissante de « politiques monétaires non conventionnelles ». Par le gonflement ahurissant des bilans des banques centrales – donc de la monnaie de base M0 – les établissements bancaires ont bien compris l'annonce que la liquidité leur reviendrait très bon marché. Outre le renflouement (*bailout*) des banques commerciales et établissements littéralement insolubles, un objectif assigné à cette injection massive était de stopper la déflation (qui eût été la phase de réajustement normale, en tout cas selon l'école autrichienne). En effet, depuis bien longtemps le système monétaire sous l'emprise de la banque centrale et des pouvoirs publics a été construit pour qu'il y ait le moins possible de régulation par les prix (d'autorégulation). Il semble clair que cette politique a permis d'éviter d'avoir une déflation. Même si l'on peut contester l'assignation d'un tel objectif, de ce point de vue la politique monétaire a plutôt atteint ce but. Cependant, au regard de l'activité économique, non seulement la politique d'argent à bon marché n'a pas eu d'effet positif mais elle a vraisemblablement eu des effets pernicioseux en raison des mauvais signaux économiques dont elle était assortie. Donc les effets néfastes de la politique monétaire ne peuvent être imputés pour l'essentiel à la réglementation bancaire et financière illustrée aux États-Unis par le *Dodd-Frank Act*.

3. L'agrégat monétaire pertinent du point de vue économique est-il la masse monétaire élargie M4, incluant la *global money*, dont la méthode de calcul a été établie en 1926 par François Divisia ? Cet agrégat aurait été contracté aux États-Unis en conséquence de la réglementation Dodd-Frank (2010) visant entre autres mesures à encadrer les produits dérivés, à élever le taux de capitalisation des banques et à limiter leurs activités spéculatives. Le *shadow banking* aurait été ainsi frappé de plein fouet, d'où une croissance atone. L'on peut convenir que la



législation Dodd-Frank adoptée sous la présidence de Barack Obama n'a pas arrangé la situation économique et d'ailleurs le Sénat ne vient-il pas de l'assouplir ? Notre seconde observation porte sur cette relation causale invoquée entre M4 et l'activité économique.

4. Depuis longtemps économistes et économètres se sont évertués à trouver où tracer la ligne de démarcation entre les actifs qui peuvent être considérés comme monnaie ou quasi-monnaie et ceux que l'on peut exclure. Sur le plan théorique, les monétaristes (M. Friedman, K. Brunner, A. Meltzer) ont toujours retenu l'agrégat le plus restrictif possible tandis que les keynésiens (J. Tobin, J. Gurley, E. Shaw) systématiquement le plus extensif (la liquidité n'est qu'une affaire de degré, écrivait J.M. Keynes). Sur le plan empirique, les experts des banques centrales quant à eux ont depuis plusieurs décennies cherché à intégrer dans leurs modèles économétriques le bon indice d'agrégat monétaire (Banque Fédérale de Réserve de Saint Louis en 1969-1970 avec le modèle de L. Andersen et J. Jordan, Banque d'Angleterre, Banque du Canada, Banque de France, etc.). Pour l'élaboration de ces modèles prévisionnels, l'agrégat formé selon la méthode de l'indice Divisia a été passé au peigne fin des économètres pour être comparé aux indices plus simples (non pondérés). L'enjeu est clair : mesurer et prévoir au mieux les effets stabilisateurs de la politique monétaire (au moins à court terme). L'indice Divisia est-il meilleur que l'indice plus simple couramment utilisé ?

5. Il est vrai que plus l'agrégat monétaire est élargi et meilleur serait l'indice Divisia comparé à l'indice simple. Cependant, tout dépend d'une part de l'élasticité de substitution entre les composantes de l'agrégat monétaire et d'autre part de l'intensité des innovations financières. Celles-ci font d'autant plus varier les coefficients de pondération des composantes



qu'elles déferlent. D'après les études empiriques (M. Belongia et autres), l'indice Divisia semble être meilleur selon les périodes mais pas toujours systématiquement et quand il est meilleur il n'apporterait pas un gain décisif en termes de prévisibilité, raison pour laquelle on a toujours préféré utiliser un indice plus simple. Les modèles macro économétriques des banques centrales, sous l'influence du monétarisme, ont en outre toujours retenu l'agrégat empiriquement pertinent. Alors pourquoi accorder une telle confiance à M4 ?

6. Certes on peut considérer que les autorités monétaires auraient pu assurer la relance de la formation brute de capital fixe si elles n'avaient pas, en association avec les hommes politiques, contribué à renforcer les règles prudentielles. Mais ce n'est pas la première fois qu'une politique de relance (keynésienne) prenant appui sur les simples agrégats monétaires, comme celle récemment pratiquée par les autorités monétaires, est mise en échec. M. Friedman puis les théoriciens des anticipations rationnelles (R. Lucas, Th. Sargent) en avaient bien expliqué les raisons. Qui plus est, la réglementation bancaire et financière n'était pas aussi légère dans l'après-guerre dans les pays industrialisés, y compris aux États-Unis comme l'avaient montré R. Clair et G. O'Driscoll (*Journal des Économistes et des Études Humaines*, mars 1992) et à une époque où pourtant la croissance révélait en moyenne un beau dynamisme en comparaison de l'atonie contemporaine.

7. Face à la mondialisation le désarroi des banquiers centraux semble aujourd'hui réel et la réglementation reste de nos jours comme hier à portée de leurs mains. Mais les banques et établissements financiers ont l'habitude de jouer au jeu du chat et de la souris au regard de la réglementation bancaire et financière : l'école du *public choice* ne manque pas d'arguments sur ce point. Comme l'exprime Henri Lepage, le secteur bancaire



est bien déglingué et c'est un mauvais signal pour les acteurs de la vie économique, mais un parmi d'autres qui peuvent être plus signifiants.