



« Global money », crise, dette et finances publiques

par
Henri Lepage



Henri Lepage est économiste. Diplômé de l'Institut d'études politiques de Paris, il a également étudié à l'Université du Colorado et à la LSE. Journaliste économique de 1967 à 1976, il a depuis enseigné et fait du conseil en divers endroits (dont Paris-Dauphine). Il est membre de la Société du Mont Pèlerin et administrateur de l'ALEPS. Ses nombreux ouvrages incluent *Demain le capitalisme* (Pluriel 1978) ou encore *Demain le libéralisme* (Pluriel 1980).



Au cours des quatre ou cinq dernières décennies, la mondialisation (avec en particulier l'ascension économique de la Chine), jointe à la révolution des télécommunications, plus l'innovation financière, a entraîné, de manière subreptice, l'émergence d'un nouvel ordre monétaire international qui fonctionne d'une manière très différente de ce qui est traditionnellement enseigné. C'est ce que j'appelle le « Global Money », une expression empruntée au Professeur Perry Mehrling, utilisée pour désigner l'émergence d'un nouveau système de financement et refinancement bancaire à caractère mondial et apatriote (*Global wholesale money market*), échappant à la régulation des banques centrales, qui surplombe et englobe en quelque sorte l'ensemble des réseaux monétaires dits souverains (y compris celui des USA).

Sans que nous en ayons eu conscience, avec l'institution de ce nouveau marché monétaire global, le monde est ainsi passé d'un système d'Étalon-dollar proprement dit (le dollar US), institué par Bretton Woods, à un nouvel univers dont le dollar n'est plus que l'unité de compte virtuelle – à la manière des noms fantômes de défunes monnaies (*ghost currencies*) utilisés par les princes de la Renaissance pour faciliter l'écoulement de la frappe à leur effigie de nouvelles pièces de monnaie¹.

Nous assistons actuellement à un déluge d'articles annonçant l'inévitable déclin du Roi Dollar, puis son remplacement par une multipolarité de nouvelles monnaies dites « de réserve » (Rennimbi, Rouble...). En réalité il y a déjà belle lurette que le Dollar US n'est plus la « Global Reserve Currency » décrite par les manuels universitaires. La vraie monnaie intermédiaire universelle d'aujourd'hui est le Dollar offshore (Steffen Murau²) – c'est-à-dire, les dollars-made-in-world (Alain Madelin), monnaie 100% virtuelle qui, de par les principes de la comptabilité double, naît, et disparaît, lors de l'enregistrement

¹ Voir « Enter the Ghost: Cashless payments in the early low countries, 1500-1800 » par Oscar Gelderblom et Joost Jonker, repris par le site de la Banque de France <https://www.banque-france.fr/sites/default/files/12-jonker-paper.pdf>

² Steffan Murau, Joe Rini, Armin Haas (2020) « The Evolution of the Offshore Dollar System », *Journal of Institutional Economics*, vol.16, 767-783.



réciproque et simultané des comptes hors bilan entre réseaux bancaires transnationaux ainsi qu'avec leurs ramifications non-bancaires du Shadow Banking. Ce nouvel étage monétaire est le produit d'une création spontanée (*spontaneous order*) pour répondre aux besoins spécifiques de financement suscités par l'explosion des transactions, échanges et paiements chevauchant en tous sens les frontières de la planète (chaînes de valeurs et *cross-currency payments*). Cinquante ans plus tard la prophétie de Robert Triffin (1960) s'est accomplie, mais par des chemins imprévus³.

C'est au niveau de ce nouvel étage – et non plus celui des banques centrales – que se situe désormais la source principale d'alimentation du monde en liquidités dont la libre circulation sous la forme d'instruments « quasi-monétaires » tels que US bonds, papier commercial, certificats de dépôt, contrats de repos, opérations de swaps, produits dérivés de type CLO, CDO, CDS etc... contraint la capacité de l'économie globale – et des nations qui y sont intégrées – à maintenir un niveau de prix et d'emploi, et donc de croissance, satisfaisant. C'est au cœur de la matrice d'un petit nombre de très grandes banques universelles transnationales (au plus une trentaine) que se situe désormais le point focal de la distribution mondiale de liquidités à travers les réseaux mondiaux de financement bancaires et non bancaires, selon des procédures qui n'ont plus rien à voir avec les pratiques de l'ancien ordre monétaire.

Collatéral *oeconomicus*

L'élément clé de ce nouveau marché global (sans banque centrale) est le principe selon lequel il ne saurait y avoir de crédit sans

³ Dès 1960 l'économiste américain Robert Triffin annonçait que le système de l'Étalon-Dollar lié à l'or disparaîtrait un jour de lui-même en raison des contradictions internes propres au privilège de monnaie de réserve internationale conféré au Dollar par les accords de Bretton Woods. C'est ce que l'on appelle « le paradoxe de Triffin ». Sur ce sujet voir l'excellente fiche publiée par le site « Partageons l'éco » en date du 18 janvier 2021. <https://bit.ly/46rB2iO>



« collatéral » – c'est-à-dire, sans le dépôt simultanément par l'emprunteur d'un gage financier doté d'une très forte liquidité, garantissant ainsi au prêteur de récupérer, dans des délais très courts, la valeur de son engagement en cas de défaut. Autrement dit, sans collatéral pas d'argent⁴! C'est le mécanisme sur lequel reposent les financements de type « repos », le cœur de ce nouvel univers. Cette spécificité signifie que, dans ce régime, c'est le collatéral qui est la clé de voûte de toute la structure monétaire, et qui y joue en quelque sorte le rôle de monnaie de base traditionnellement assigné aux réserves créées par la banque centrale.

Le vocable de « Collatéral » s'applique à l'ensemble des actifs considérés par les professionnels de la finance comme sûrs (*safe assets*), soit en raison de l'origine du créancier (dette d'état), soit s'il s'agit de créances, valeurs ou titres de placement dotés d'une extrême liquidité (presque à l'égal du cash) parce qu'ils bénéficient à la revente du support d'une puissante infrastructure de marchés secondaires. C'est ce pool de valeurs dites sûres qui détermine et limite la capacité potentielle des banques et établissements financiers non bancaires à alimenter le monde en quasi-monnaies (utilisées de fait comme monnaie par les marchés). Pour des raisons techniques, sur lesquelles je ne peux

⁴ Tout actif financier, court ou long, peut être utilisé comme gage. Cette pratique est tout aussi vieille que l'activité bancaire elle-même. Mais, sur le marché mondial des prêts et avances, seules ont véritablement le potentiel d'être acceptées comme « collatéral » (par les prêteurs) les catégories d'actifs auxquelles l'existence de marchés secondaires organisés et administrés par des institutions bancaires et financières spécialisées (Dealer Banks, Primary Dealers pour les obligations publiques) confère un niveau suffisamment élevé de liquidité quasi-permanente (actifs qualifiés de « *safe assets* »). L'un des effets de la révolution financière des cinquante dernières années a été d'accroître considérablement le nombre de tels marchés – notamment grâce aux techniques de titrisation qui permettent d'extraire une population de nouveaux actifs facilement négociables à partir d'une offre de titres financiers a priori illiquides. Leur capacité à produire des *safe assets* reste néanmoins nécessairement limitée. D'où une situation structurelle de rareté par rapport aux besoins de fonds dont l'intensité varie selon les circonstances économiques.



m'attarder (appels de marge qualifiés de *haircuts*, effet multiplicateur des opérations de réhypothécatation), tout ceci donne un système doté d'une instabilité pour ainsi dire génétiquement programmée où le collatéral qui sert de base monétaire est susceptible de connaître des phases imprévisibles de contractions extrêmement brutales.

On est là au cœur des mécanismes qui expliquent la récurrence des crises de liquidité observées depuis quinze ans de manière de plus en plus synchronisée, Chine comprise.

La crise

Le fait central est l'extrême élasticité de la liste de valeurs et créances susceptibles d'être utilisées en tant que collatéral. En phase de stress monétaire et bancaire intense (comme dans la période récente) ne sont plus acceptées par les prêteurs que les valeurs les plus sûres de toutes les valeurs réputées sûres. Cette discrimination spontanée signifie que la recherche du collatéral qui, dans ce système, est nécessaire aux organismes emprunteurs pour obtenir les fonds qu'ils recherchent, se concentre sur les titres de dette publique comme les obligations d'état et les bons du Trésor, en priorité les Bonds et les Bills américains (mais aussi, quoi que dans une bien moindre mesure, les placements de valeurs allemandes et françaises comptabilisées en euros).

Ce collatéral, s'ils n'en ont pas et rencontrent des difficultés à s'en procurer sur le marché, les emprunteurs vont le louer auprès des grands établissements de courtage (par exemple les *Primary Dealers*). Ceux-ci exercent une activité centrale de redistribution des titres publics utilisés comme collatéral à destination des banques commerciales, mais l'émission initiale dépend d'un unique acteur extérieur (le Trésor) dont l'offre et le calendrier des actions sont essentiellement déterminés par des préoccupations de finances publiques étrangères à toute considération monétaire d'actualité. Résultat : une situation récurrente de rareté qui, lorsque les difficultés se multiplient, engendre une course au collatéral (*Bank run*) avec surenchère de tous ceux, banques et



entreprises, qui ont besoin de ce collatéral d'origine publique pour accéder à la liquidité.

Ce processus fait monter les prix (lors des enchères d'émission) et baisser les taux, avec pour conséquence un chaos de plus en plus affiché dans l'échelle des taux. Ce chaos se manifeste par l'aggravation des écarts de taux (spreads) et l'inversion de la courbe des taux (*inverted curve*) : les placements longs sont moins bien rémunérés que les placements courts, ce qui est absurde. Ce chaos sème la confusion dans l'économie réelle (Hayek). Il désorganise les chaînes de production et enclenche le passage à la phase ultérieure de la crise : la chute en récession (qui procède d'abord lentement, pour ensuite se précipiter soudainement, seuil qui a vraisemblablement été franchi vers la fin de l'été).

Shadow money

Pendant longtemps, cette rareté a été compensée par l'inventivité de l'industrie financière pour mettre en place l'infrastructure nécessaire permettant de multiplier l'offre de produits de placement répondant à la demande spécifique des marchés pour des actifs collatéralisables. Historiquement, cela a commencé par le papier commercial, la titrisation (*securitization*), les dérivés, la multiplication des plate-formes de repo, les fonds monétaires et enfin surtout les swaps. L'engouement actuel pour les crypto-monnaies, notamment sous la forme de stable coins, fait partie de ce processus.

Jusqu'en 2008, le contexte économique et réglementaire a favorisé la diffusion de ces différents outils, et donc l'expansion de l'usage des quasi-monnaies dans les transactions transfrontalières. En l'absence de banque centrale, ces transactions créent à tous les stades un énorme besoin de couvertures (*hedging*), donc de demandes de dérivés mobilisant le recours à un échafaudage de crédits et d'effets de levier qui, *in fine*, génère, dans des comptes non bancaires, une accumulation résiduelle (positive ou négative) de monnaie hors-bilan. Celle-ci reste cependant largement invisible parce qu'elle n'est que la résultante comptable virtuelle d'une gigantesque matrice de communications et



d'échanges utilisant comme véhicules des outils techniques échappant à toute contrainte de recensement comptable réglementaire – comme, par exemple, les repos de type bilatéral, ou les swaps. Seule une partie de cette création implicite de monnaie transparaît dans les statistiques monétaires des banques centrales. Lorsqu'il s'agit par exemple de repos tripartites transitant par des organismes centraux ou régionaux de compensation. Ceux-ci se retrouvent alors dans les statistiques de M2 ou M3, pour un montant dont les travaux de l'Office of Financial Research révèlent qu'il reste relativement modeste par rapport au volume réel des repos bilatéraux conclus dans le monde⁵.

Une vérité commence ainsi à apparaître progressivement : à savoir que le rôle réel de la *shadow money* dans le commerce et la finance globale est très supérieur à toutes les évaluations que l'on en donne généralement.

Monnaie déflationnaire

Ce contexte a brutalement changé en 2007-2008. Certaines banques et entreprises (multinationales et Money Funds en première ligne) ont soudain découvert ce qu'elles n'avaient jamais imaginé : l'assèchement brutal, en quelques jours seulement, de l'ensemble du pool de liquidités privées sur lequel elles s'étaient habituées à compter pour faire face aux pannes possibles d'échéances. Jusque-là, une large part de l'essor économique mondial restait fondé sur la conviction de la finance internationale qu'en cas de telles difficultés elle pourrait compter sur le soutien (*back up*) de la Fed américaine (via le lien des filiales des banques américaines avec leurs maisons mères). Cette illusion s'est évanouie le jour où Bear Sterns d'abord, puis Lehman Brothers ont fermé leurs portes.

Tout le monde continuait à vivre avec l'image confortable d'un univers monétaire de nature hiérarchique correspondant à une

⁵ Voir Office of Financial Research, « Non-centrally Cleared Bilateral Repo », The OFR Blog, August 24, 2022. <https://www.financialresearch.gov/the-ofr-blog/2022/08/24/non-centrally-cleared-bilateral-repo/>



conception westphalienne de la monnaie (S. Murau⁶), alors que cette sécurité n'existait déjà plus du fait de l'importance croissante dans les échanges mondiaux de cette part de monnaie invisible et apatride. Simultanément les responsables bancaires ont pris conscience d'un maquis juridique auquel ils n'avaient guère prêté attention jusque-là. Leur perception du risque s'est brutalement aggravée, modifiant radicalement les contraintes de gestion des portefeuilles d'activités des établissements (bancaires et non bancaires, américains et non américains) impliqués dans la nébuleuse du shadow banking transnational. Résultat : une diminution générale de la voilure de leurs activités, qui se poursuit encore aujourd'hui, en raison notamment de l'aggravation du coût des contraintes réglementaires (comme le *Liquidity Ratio*). La conséquence a été de renchérir, et de restreindre la capacité des grands groupes bancaires internationaux à mobiliser leurs ressources de bilan pour continuer au même rythme le menu d'activités apatrides globalement génératrices de quasi-monnaies. Pour preuve, il n'est que de regarder le profil d'évolution de leurs chiffres d'affaires liés à la vente de produits dérivés (qui sont en quelque sorte les produits intermédiaires de leur chaîne de production de monnaie).

Quinze années plus tard, le résultat a été l'accumulation, au sommet de l'économie globale, d'un gigantesque déficit de création monétaire par rapport au trend qui aurait été nécessaire pour soutenir un rythme moyen de croissance égal à celui des deux décennies précédentes (Jeffrey Snider⁷). S'il est impossible d'en faire une évaluation chiffrée (en raison de la non-visibilité de la monnaie hors bilan), la baisse tendancielle des taux d'intérêt depuis quinze ans est cependant en soi une preuve indirecte de l'existence de ce *monetary gap*.

⁶ Steffen Murau and Jens van't Klooster, « Rethinking Monetary Sovereignty: The Global Credit System and The State », *Perspectives on Politics*, Cambridge University State, August 29, 2022, <https://bit.ly/3F125pa>.

⁷ Jeffrey Snider est le fondateur et animateur du site Eurodollar University (<https://linktr.ee/eurodollaruniversity>) dont les analyses sont résumées dans la vidéo suivante : « The Global Currency System That Really Matters » (septembre 2022). <https://bit.ly/3PVGk05>



Les pratiques keynésiennes traditionnelles nous ont conditionnés à considérer que les taux bas sont par définition l'expression d'une politique monétaire pro-active (stimulus) alors qu'au contraire des taux élevés sont un révélateur d'austérité (*tight money*). En réalité c'est tout le contraire. Milton Friedman a souvent expliqué que le mouvement des taux (à la baisse comme à la hausse) ne doit pas être considéré comme un instrument au service d'un objectif, mais comme un signal des marchés révélateur de ce qui est (et non de ce qui est recherché). Lorsque les taux restent bas et perdurent malgré les efforts soi-disant déployés pour les faire changer de cap (comme cela est le cas depuis maintenant près de quinze années), c'est le signe que l'alimentation de l'économie en liquidités, notamment du fait d'une dégradation des conditions de leur circulation, n'est pas compatible avec le soutien d'un niveau d'activité économique normal.

Il en résulte que, depuis la Grande crise, le monde traverse une longue période de monnaie structurellement déflationnaire. Telle est la réalité que les pouvoirs monétaires veulent absolument nous cacher (car l'admettre serait la négation de leur utilité sociale, l'échec de leur raison d'être) ; la réalité que nous dévoile la répétition de ces aberrants épisodes de courbes de taux inversées et d'écart négatifs de plus en plus insensés.

Dettes et finances publiques

L'une des conséquences de ce narratif – si on y adhère – est notamment d'inciter à jeter un regard non conventionnel sur la manière d'approcher les problèmes de la dette et des finances publiques.

La structure du système (une monnaie de banque à deux étages) et son mode de fonctionnement (le rôle pivot du collatéral comme base de régulation de l'émission monétaire) rendent hautement improbable le scénario – actuellement dominant – de retour vers des rythmes d'inflation élevés. Trop de facteurs – le changement durable d'attitude vis à vis du risque bancaire, l'addiction des pouvoirs publics pour toujours plus de réglementations, l'incompréhension des banques centrales vis à vis du changement des règles du jeu monétaire – s'y



opposent et rendent improbable un renversement prévisible de perspective. Or qui dit « pas d'inflation » implique que les taux d'intérêt resteront bas, alors que la majorité des économistes en vue veulent nous convaincre du contraire. Mais si les taux restent vraiment bas, cela signifie que leurs prévisions quasiment apocalyptiques en matière d'endettement ne se réaliseront pas. On pourrait même assister à une chute spectaculaire des taux d'endettement réels. Peter Stella, un ancien du FMI, a ainsi calculé que la dette américaine, évaluée aux prix de marché (et non au pair), actuellement proche de 100% du PNB, pourrait à dix ans d'échéance revenir autour de 80%, au lieu des 120% généralement annoncés sur la base d'un scénario d'inflation et de hausse des taux ⁸. Ce genre d'évaluation reste évidemment problématique. Mais cela suffit pour montrer qu'il y a là un problème qui mérite d'être examiné.

Par ailleurs il faut compter avec les particularités du mécanisme de valorisation du collatéral (*haircuts*), ainsi que le rôle central qu'y jouent les grands courtiers institutionnels teneurs de marché (les *Dealer banks* comme J.P. Morgan). Elles conduisent à ce paradoxe qu'en période de stress monétaire la solution aux tensions déflationnistes dépend non plus des décisions de banques centrales qui ne pensent qu'à créer toujours plus de réserves (en réalité inutiles du point de vue de l'économie réelle) ; mais de la capacité du marché des « securities » américaines à pallier la disparition de l'offre privée de moyens de couverture. Loin de confirmer la certitude d'un déclin inévitable du statut international du dollar, ces crises établissent au contraire une dépendance de plus en plus étroite entre l'évolution de la liquidité mondiale et les options du Trésor US en matière de finances publiques. Dans quelle mesure ces dernières portent-elles remède ou accentuent-elles au contraire la pénurie globale de collatéral ? Là encore un bon sujet d'investigation. Surtout dans une période, comme celle que nous vivons, où l'observation de l'évolution relative des écarts de taux révèle

⁸ Voir l'interview de Peter Stella par David Beckworth, « Quasi-fiscal implications of central bank interventions », Mercatus Center at George Mason University, June 12, 2023. Lu à <https://bit.ly/3PyAQY1>



que cette rareté a atteint des niveaux extrêmes, et où l'obsession du retour de l'inflation ranime (à contre-temps) l'attrait de l'austérité.

Enfin, dernier point : quid des banques centrales ? La réponse que suggère la vision de l'économie mondiale à travers les lunettes du Global Money est sans ambiguïté. Il s'agit d'un univers où elles n'ont plus leur place. Ce que font le Budget et le Trésor américains est aujourd'hui beaucoup plus décisif que ce que fait la Fed. Pire : il n'est plus permis de douter que la razzia opérée par les opérations de Quantitative Easing des banques centrales américaine, européenne et japonaise sur les ressources en collatéral du monde occidental, joue un rôle pro-cyclique alimentant la dérive déflationnaire de l'ensemble du système.

Cela étant, même en Europe, cette connexion entre collatéral, offre globale de monnaie et finances publiques suggère que la crise monétaire actuelle ne serait peut-être pas une mauvaise excuse pour accepter, au moins momentanément, une doctrine un peu plus souple en matière d'austérité et d'exigences budgétaires. Pourquoi ne pas profiter de cette fenêtre d'opportunité ? A condition, bien évidemment de ne pas sombrer dans les délires de la MMT (*Modern Monetary Theory*), et pour autant que cet argent soit consacré à des investissements réellement productifs (Alain Madelin) – dans la liste desquels il faudrait en priorité inscrire des programmes de baisse d'impôts, d'arrêt de la prolifération des taxes en tous genres, et d'économies de dépenses publiques (qu'il serait justifié d'assimiler à des investissements). Tout en tenant compte, évidemment, de ce que le maintien de taux bas sur une période de temps longue comporte effectivement un risque réel d'encourager le marché politique à abuser encore plus de l'endettement. Comment l'empêcher ?

* * *
* *

Nota : Ceux qui seraient intéressés par le sujet pourront utilement regarder les trois articles que j'ai publiés dans :

– Politique international : « Le ressort brisé du système monétaire international », n° 158 Hiver 2018, <https://bit.ly/3ZxcW3Q>.



– Le Journal des Libertés : « La Finance de marché, ressort de l'ordre monétaire mondial » Vo. 1, n°2 automne 2018, <https://bit.ly/3PDoWMO>.

– Le Journal des Libertés : « L'ère du GlobalMoney », Hiver 2019, n°7. <https://journaldeslibertes.fr/article/lere-du-global-money/>