



L'ère du *Global Money*

par
Henri Lepage

« The term money will be used to denote anything which is widely accepted in payment for goods, or in discharge of other kinds of obligation. »

D.H. Robertson, « Money », 1922



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).



La mondialisation n'est pas seulement une mutation industrielle et commerciale. Elle se double d'une révolution, moins connue, mais tout aussi essentielle : la constitution au niveau transnational d'un sur-système bancaire et monétaire fondé sur l'émergence d'une finance de marché globale. Il s'agit de l'Eurodollar. Pour comprendre, par exemple, la signification du signal envoyé par les événements des 16 et 17 septembre derniers sur le marché américain (l'explosion inattendue des taux d'intérêt au jour le jour) il est nécessaire de commencer par se faire une idée claire de ce que représente et implique aujourd'hui la révolution mondiale du « système eurodollar » – que je résumerai par l'expression « Global Money », empruntée au professeur Perry Mehrling¹.

Au sens strict, les eurodollars sont des dépôts à terme libellés en dollars déposés auprès d'une banque établie hors des États-Unis. Ce sont des dépôts hors de la juridiction des autorités américaines, qui échappent donc à leurs contraintes réglementaires (même lorsqu'ils restent physiquement aux USA, en compte auprès de banques américaines agissant en tant que banques correspondantes de banques étrangères).

Milton Friedman est le premier économiste à avoir attiré l'attention sur la capacité potentielle des eurodollars à créer de la monnaie. Dans l'un de ses articles datant de la fin des années soixante², il montre comment, du fait des conventions comptables en vigueur dans les banques, la circulation des transactions bancaires transfrontières peut conduire à accroître le volume global de dollars circulant dans le monde, sans que cela doive quoi que ce soit au déficit de la balance commerciale américaine. Cette

¹ <http://www.perrymehrling.com/about/>

² Milton Friedman, « *The Euro-Dollar Market: Some First Principles* », Federal Reserve Bank of Saint-Louis, July 1971. <http://bit.ly/2MoeVTC>



augmentation est le produit d'un mécanisme comptable de création de monnaie bancaire libellée en monnaie de compte dollar, indépendamment de toute émission de vrais dollars « made in USA ». On parlera dans ce cas de dollars off-shore.

La monnaie fantôme

Quelques années plus tard, un économiste américain de l'Université de Princeton s'est rendu à Londres pour enquêter sur les eurodollars. Il s'est aperçu qu'une part croissante des besoins en trésorerie de certaines entreprises étaient satisfaits non pas par recours à du crédit bancaire classique mais par l'utilisation de nouveaux supports de crédit (papier commercial, repos³, swaps de monnaies ou de taux d'intérêt⁴) non assimilés à la monnaie, mais dotés d'une liquidité voisine de celle dont bénéficient les actifs monétaires inclus dans la définition des agrégats de la masse monétaire. Dans une étude intitulée « *The missing money* »⁵, il en était arrivé à la conclusion que les modèles monétaires de la Fed étaient construits sur des statistiques incomplètes ne tenant aucun compte d'instruments d'échange non monétaires en dollar pourtant de plus en plus régulièrement utilisés comme de la monnaie par le monde international des affaires.

³ Le repo (en anglais : « repurchase agreement » ; en français : contrat de pension livrée) est une technique de financement à court terme (de un jour à trois mois) qui se substitue aux dépôts interbancaires et dont l'usage croissant supplante le marché monétaire traditionnel.

⁴ Le swap est un produit dérivé financier qui consiste en un échange de flux financiers entre deux parties. Par exemple l'échange d'un flux futur d'intérêts fixes contre un flux d'intérêts variables.

⁵ Stephen M. Goldfeld, *The Case of the Missing Money*, Brookings Papers on Economic Activity, 3:1976 <https://core.ac.uk/download/pdf/6252317.pdf>



Au fil des années le développement de ces pratiques – favorisées par la mondialisation – s'est tellement accéléré qu'il a donné naissance à l'émergence informelle d'une superstructure extraterritoriale (off-shore) de refinancement bancaire et monétaire (un marché de gros) fondée sur l'Eurodollar⁶. Cet immense réseau mondial de banques et institutions financières est aujourd'hui la principale source d'accès à la liquidité en dollar dans le monde – et ainsi la principale source de croissance de la masse globale des dollars (on-shore et off-shore). Mais les conventions comptables, plus l'adhérence à une définition rigide des composants de la monnaie font que cette création de monnaie n'est pas reconnue. Il n'en existe aucune comptabilisation. Même pas d'évaluation. C'est la finance de l'ombre, la monnaie clandestine, le monde de la monnaie fantôme, une « shadow money »⁷.

En quête de liquidité

La plupart des économistes restent fondamentalement ancrés dans une vision keynésienne de la macroéconomie. Celle-ci se représente le monde comme un univers constitué essentiellement d'îles semi-fermées, chacune recroquevillée autour de sa hiérarchie d'institutions bancaires et monétaires, régulées par une banque centrale strictement souveraine et toute puissante. Dans cet univers mental il est par définition impensable

⁶ Perry Mehrling, Zoltan Pozsar, James Sweeney, Dan Neilson (2013), *Bagehot as a shadow banker: shadow banking, central banking and the future of global finance*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2232016

⁷ Murau, Steffen (2018) “*Offshore Dollar Creation in the post-2008 International Monetary System: Eurodollars, Shadow Money and Central Bank Swaps Lines*”, Institute for Advanced Sustainability Studies, IASS Discussion Paper, May 2018. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3191981



d'admettre l'existence d'une telle création fantôme de monnaie. Il n'y a pas de place pour un tel concept.

Du fait de la mondialisation, de la diffusion des progrès de la révolution informatique, des prouesses de l'innovation financière, mais aussi du démantèlement des législations sur le contrôle des capitaux, cette vision du monde est désormais totalement dépassée. Peut-être pas au niveau de la pensée et des concepts (dans la mesure où la théorie dominante est en retard de cinquante ans sur les faits), mais dans la réalité quotidienne de l'économie.

Dans le monde d'avant, les banques qui voulaient développer leurs activités, faire croître leur chiffre d'affaires n'avaient guère d'autre voie que de chercher à collecter davantage de dépôts. C'était essentiellement une affaire de marketing. Lorsqu'elles rencontraient des difficultés de trésorerie liées à des problèmes de cash-flow mal synchronisé, la solution consistait à solliciter l'aide de confrères détenteurs de balances excédentaires à la banque centrale. On puisait dans la réserve centrale de « monnaie de base » gérée par la puissance publique.

Aujourd'hui, la banque en difficulté appellera directement les services de courtage spécialisé d'une grande banque mondiale localisée à Londres, à Singapour ou ailleurs. Sans perdre de temps le courtier ainsi contacté lui proposera une solution de crédit sur mesure financée par un contrat de repo qu'il lui demandera de garantir par un dépôt collatéral de valeurs sûres (des obligations d'État par exemple). Pour mettre cet argent à disposition celui-ci se refinancera sur le marché monétaire international en passant un autre contrat de repo (inversé), ou de swap avec un hedge fund américain, une Sicav française, un fonds de retraite anglais ou une grande société d'assurance allemande (autant d'établissements qui collectent massivement du cash). L'accès au cash se fait désormais sous des formes virtuelles d'écritures en chaîne par le



canal du marché monétaire et financier mondial. On est dans la finance de marché.

Pour résoudre leurs problèmes de liquidité les banques utilisent de moins en moins la voie des marchés monétaires domestiques. Ceci est vrai à commencer par les États-Unis où le marché des Fed Funds, par exemple, ne joue plus qu'un rôle secondaire par rapport au repo (même si la communication de la Fed reste centrée sur la gestion du taux des Fed Funds). Le marché mondial des repos et des swaps, appuyé par les marchés de contrats à terme (*futures*) et de dérivés, est devenu, et de très loin, la première source de financement de secours pour la liquidité en dollar.

La centralité du collatéral

Mais il y a un problème. C'est un marché de gros auquel n'ont accès que les très grands établissements bancaires et institutions financières qui y interviennent à la fois comme prêteurs et emprunteurs. Un marché où les transactions qui s'y déroulent portent à priori sur des sommes très élevées, le plus souvent de l'ordre du million, de la centaine de millions, voire du milliard de dollars, déposées sur des comptes qui ne bénéficient d'aucune des clauses d'assurance automatiques accordées aux comptes plus modestes (jusqu'à la limite de 100 000 € dans l'Union européenne). Ce réseau extraterritorial ne s'est développé que parce qu'il a bénéficié de la mise en place de mécanismes marchands de couverture fondés sur l'usage de techniques de garanties collatérales et de contrats de dérivés complexes et sophistiqués, dont le contrat de repo est l'archétype de base.

La spécificité du contrat de repo n'est pas seulement un échange de promesses : une promesse d'apport en cash par le prêteur, que l'emprunteur s'engage à rembourser à maturité. C'est



aussi l'engagement du débiteur à garantir la bonne fin de son crédit en transférant temporairement en gage à son créancier la libre disposition d'un portefeuille de valeurs que celui-ci promet de lui restituer lorsqu'il rentrera dans ses fonds. Et c'est plus encore le fait que la législation confère au prêteur la capacité de réutiliser ce portefeuille – qualifié de « collatéral » – comme gage d'emprunts qu'il pourrait être lui-même amené à conclure à son propre profit pendant cette période de dépôt. Cette disposition est connue sous le nom de clause de « rehypothécatation ». Elle donne lieu à un mécanisme de multiplicateur monétaire qui est un puissant facteur d'effet de levier comme dans la théorie bancaire classique⁸, quoique dans des limites plus restreintes (entre 2 et 4 fois).

Les meilleures de toutes les valeurs collatéralisables, les plus recherchées en priorité, sont les émissions du Trésor américain (*Treasury bills* et *Treasury bonds*). Mais leur offre reste limitée comparée aux immenses besoins du marché. Il a donc fallu que l'industrie financière s'organise pour construire elle-même une offre de produits marchands susceptibles d'être eux aussi utilisés et réutilisés comme collatéral. C'est l'industrie des dérivés qui a apporté la solution. Comment ? Grâce aux techniques de titrisation, de découpage et de regroupement en tranche des créances, mais aussi de redistribution mathématique du risque (comme les célèbres CDS de triste réputation, au moment de la grande récession). Cependant cette activité repose sur l'entremêlement de chaînes complexes de crédits et d'endettements, là encore sous forme de repos et de swaps souvent réciproques, chevauchant ardemment les frontières, mais elles-mêmes très fortement consommatrices de garanties

⁸ Manmohan Singh, *Collateral and Financial Plumbing*, published by Risk books, 2016 2nd impression.



collatérales. Autrement dit, pour produire plus de collatéral destiné au marché, elles en consomment elles-mêmes énormément (d'où la sur-financiarisation si souvent décriée). C'est cette structure financière hyper complexe qui, à partir des années 1980, a nourri la croissance explosive de la finance moderne, du marché des eurodollars, et, sur cette base, le décollage des grandes économies émergentes, dont la première d'entre elles, la Chine.

Les thermostats du *Global Money* ?

Ainsi, la nouvelle réalité est que le système monétaire international, issu des accords de Bretton-Woods et de ses divers avatars des années soixante, a subrepticement muté en un système de paiement mondial qui fonctionne d'une manière très différente de ce qu'enseignent les manuels universitaires traditionnels. Aujourd'hui les structures monétaires nationales, supposées indépendantes, se trouvent de fait immergées, intégrées et subordonnées à un nouvel étage supérieur d'organisation spontanée (au sens hayékien d'« ordre spontané ») dont dépend la fluidité et la régularité de leur fonctionnement. Avant, ce fonctionnement était réglé par un ordre de nature hiérarchique, technocratique, voire politique et planiste – l'ordre des banques centrales. Même quand on n'en a pas conscience, cet ordre est désormais supplanté par une régulation de la création monétaire de nature marchande et globale. Elle submerge les politiques nationales et les prive de leurs capacités autonomes d'action effective – même dans le cas de la plus grande puissance économique et politique du monde, les États-Unis d'Amérique. Aujourd'hui c'est ce *Global Money*, ce marché monétaire de gros érigé sur l'édifice des dépôts eurodollars, qui règle de facto le tempo de l'économie mondiale. Mais qui gère les thermostats du *Global Money* ?



Fabriquer, assembler, commercialiser les titres de valeurs susceptibles d'être sélectionnées comme collatéral des chaînes de crédit est la mission centrale de la finance moderne, la colonne vertébrale de son activité. Dès lors celui qui finance et contrôle ce « process » est celui qui a la main sur le robinet. Actuellement, ce sont une vingtaine de très grands groupes bancaires et de courtage de dimension mondiale, qualifiés par le législateur de « banques systémiques » et, à ce titre, soumis à des contraintes de réglementation financière encore plus fortes que les établissements bancaires commerciaux de plus petite taille. Par exemple : Citibank, Bank of America, JP Morgan, Goldman, HSBC, BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale, DeutscheBank, Nomura etc.... Des établissements que leur expertise dans les métiers du courtage, leur expérience dans la banque de gros, leur spécialité de teneurs de marché, ou encore leurs responsabilités dans la conception et le marketing de produits dérivés innovants ont mis en position d'activer l'ouverture ou la fermeture des flux de la création monétaire mondiale (en fonction des conditions de marché qui gouvernent l'évolution des coûts d'intermédiation et la hiérarchie des incitations qui en découle).

Cette nouvelle structure monétaro-bancaire est la marque d'une révolution capitale : pour la première fois les banques centrales se trouvent concurrencées et dépassées dans leur capacité de gérer l'offre de l'un des attributs les plus importants de la monnaie, la liquidité. De facto, elles ne sont plus au centre du système. « Les banques centrales ne sont plus centrales » selon la formule fétiche de Jeffrey Snider⁹.

Les banques centrales ne sont plus au centre, mais elles continuent de fonctionner comme si elles y étaient encore. Leur incapacité à comprendre les raisons et conséquences de cette

⁹ <https://alhambrapartners.com/author/jsnider/>



mutation signifie que leurs politiques dites non conventionnelles (comme les Quantitative Easings, les taux négatifs, l'action par le soi-disant contrôle des anticipations) se révèlent totalement inefficaces par rapport à leurs objectifs. Pire, elles sont contre-productives et génèrent une multiplicité de dysfonctionnements et d'effets disruptifs. Résultat : douze ans après le déclenchement de la crise, celle-ci n'est toujours pas terminée.

Repo choc

Le « repo crash » de septembre dernier est un parfait symptôme de cette logique disruptive.

Le 16 septembre 2016 le taux au jour le jour sur le marché américain du repo est soudainement monté à plus de 10%, entraînant dans son sillage les taux des fonds fédéraux. Ceux-ci sont sortis de la bande cible à l'intérieur de laquelle la banque centrale fédérale est censée les contenir. La Fed était en train de perdre le contrôle du marché monétaire. Aussi les autorités ont-elles immédiatement réagi – peut-être pas assez vite, selon certains – en procédant à une série d'injections massives de cash. Au bout de quelques jours l'accès de fièvre s'est calmé, les taux sont rentrés dans l'ordre. Mais, trois mois plus tard, à la veille de la fin d'année, la Fed n'en continuait pas moins d'intervenir.

Quelle était la cause de cette crise ? Différentes explications ont été données. Presque toutes en font un événement strictement américano-américain. La thèse la plus élaborée explique qu'elle serait le produit de la volonté de la Fed d'accélérer le rythme de sa politique de normalisation. Il s'agit pour elle de réduire la taille de son bilan alourdi par le poids des énormes réserves excédentaires accumulées au terme de ses opérations passées de rachats d'actifs. Ce « tapering » (pour reprendre le terme employé par les américains pour qualifier cette opération) aurait été trop



rondement mené. Dans un contexte conjoncturel spécifique d'inversion de la courbe des taux, à laquelle il faut ajouter de nouvelles contraintes réglementaires touchant au ratio de liquidité ainsi qu'aux mécanismes de fonctionnement interne du marché au jour le jour¹⁰, cette stratégie aurait abouti à rehausser très sensiblement le volume minimal de liquidités nécessaire aux banques US pour continuer à travailler normalement. D'où la réapparition d'une situation de rareté tout à fait inattendue, même après les trillions (mille milliards) de dollars injectés au titre des opérations de « quantitative easing »¹¹.

Cette interprétation strictement américaine s'inscrit dans le cadre d'une vision monétaire conventionnelle, prioritairement centrée sur une problématique d'institutions nationales. Mais elle fait totalement l'impasse sur les nouvelles réalités de l'environnement monétaire extraterritorial. Même aux États-Unis on ne peut plus parler monnaie sans tenir compte des canaux du *Global Money*. Il ne suffit pas de se livrer à une évaluation arithmétique des flux comptables domestiques qui alimentent, à l'entrée comme à la sortie, les tuyauteries du marché américain pour comprendre de quoi le « repo choc » était véritablement le messenger.

Le trou noir de la liquidité

Tout au long de 2018 les autorités américaines, toutes à leur hystérie reflationniste (la conviction – erronée – d'une reprise définitive), ont refusé d'accorder la moindre attention aux

¹⁰ Zoltan Pozsar, *Countdown to QE4?* Crédit Suisse, Global Money Notes # 9 December 2019. <http://bit.ly/35Rxo2D>

¹¹ Zoltan Pozsar, *Collateral Supply and o/n Rates*, Crédit Suisse, Global Money Notes #22, 31 May 2019. <http://bit.ly/36ZRQ1B>



signaux monétaires et financiers que leur envoyaient les marchés à travers des symptômes tels que : la chute accélérée des taux longs, l'écrasement des écarts et l'inversion de la courbe des taux, l'évolution divergente des prix des contrats à terme, le mouvements des fonds entre les banques américaines et le reste du monde, la ruée généralisée sur les actifs sûrs, et surtout une hausse du dollar que rien d'objectif (aux yeux de la théorie traditionnelle de l'économie internationale) ne permettait d'expliquer. « Les marchés se trompent » disait Jay Powell, le Président de la Fed. Excuse facile.

En fait, le message qu'ils envoyaient – des mois avant que le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine ne s'envenime, donc indépendamment de la montée du risque protectionniste – était l'annonce de l'entrée dans un nouvel épisode d'aggravation des difficultés mondiales d'accès aux financements eurodollar. Autrement dit un resserrement de la liquidité off-shore débouchant sur un refroidissement économique inévitable. Ce qui s'est vérifié à partir de l'automne.

Dans ce contexte, la décision des États-Unis d'accélérer le rythme de leur normalisation monétaire est entrée en collision avec un processus généralisé de ralentissement économique déjà bien engagé. Ce télescopage a notamment eu pour conséquence de modifier les incitations de prix (taux) adressées aux acteurs du marché monétaire mondial – notamment les grandes banques centrales et institutions financières étrangères. Celles-ci ont ajusté la gestion de leurs portefeuilles en prenant des décisions qui ont paradoxalement aggravé le drainage de la liquidité mondiale au moment même où l'accès aux eurodollars se raréfiait déjà. D'où



l'apparition d'une trappe à dollars, sorte de « trou noir »¹² momentané au cœur même de la galaxie du *Global Money*. Pas exactement le genre de politique appropriée en période de stress déjà croissant des marchés !

Marché, monnaie et technologie

De tels dysfonctionnements sont le symptôme d'une plomberie qui, de nouveau, se dégingue. Ils sont le signe d'un système de paiements qui ne fonctionne plus normalement, fragilisé, exposé au retour d'accidents financiers dont le « repo crash » nous rappelle la menace toujours présente.

Comment les éviter ? Comment réparer le système ? Le réflexe est généralement d'imaginer une sorte de nouveau Bretton Woods qui remettrait les compteurs à zéro. Mais il n'y a rien à attendre de telles conférences internationales. Pour que cela fonctionne, il faudrait d'abord que ceux qui sont en charge de le réparer aient une connaissance approfondie du système. Or il est clair que ce n'est le cas ni des hommes politiques, ni même des économistes des banques centrales qui peupleront ces réunions.

L'autre route serait que des solutions émergent spontanément dans la continuité du processus catalactique d'évolution des marchés tel que cela s'est passé il y a cinquante ans pour combler les défaillances du système de Bretton Woods.

C'est ce processus qui, par l'invention de l'Eurodollar et l'émergence du *Global Money*, a permis de contourner la pénurie structurelle de dollars de l'époque. Le marché a alors lui-même

¹² Zoltan Pozsar, *Sagittarius A**, Crédit Suisse, Global Monetary Notes #24, 21 August 2019. <http://bit.ly/2ZjRAYC>



proposé ses propres solutions privées au célèbre paradoxe du Professeur Triffin¹³. Et cela a fonctionné jusqu'à la grande crise financière...

Depuis la fin de la grande récession, l'absence de véritable reprise s'accompagne d'oscillations conjoncturelles caractérisées par le retour récurrent d'une pénurie globale de dollars (environ tous les trois/quatre ans). Les cryptomonnaies, bitcoin, Libra, la blockchain, les « stable coins », ainsi que le développement des plateformes privées de télépaiement seront-elles cette fois-ci la réponse haute technologie du marché à la résurgence de ce vieux problème ?

Nous n'en sommes encore qu'aux débuts. Il faut espérer qu'au moins certaines de ces nouvelles solutions monétaires survivront à l'aveuglement idéologique des banques centrales, sauvegardant ainsi la perspective de renouvellement d'un ordre monétaire mondial de type concurrentiel, ouvert et stabilisé.

¹³ En 1960 Robert Triffin avait diagnostiqué que tout mécanisme monétaire international assis sur une devise clé unique menait inévitablement à un manque de liquidité internationale – donc à la chute du système et de la monnaie de réserve concernée, en l'occurrence le dollar. Ce qui ne s'est pas produit. L'étalon dollar a été sauvé par les eurodollars du marché.