

Traduction en Français du chapitre 15 du livre d'Adair Turner : *Between debt and the Devil – Money, Credit and Fixing Global Finance* (Princeton University Press, October 2015).

Entre la dette et le diable – A la croisée des dangers

D'après cette proposition, les dépenses des gouvernements seraient entièrement financées par les impôts ou la création monétaire... la principale fonction des autorités monétaires serait la création de monnaie pour financer les déficits publics ou le retrait de monnaie lorsque les gouvernements ont des excédents.

Milton Friedman « A monetary and Fiscal Framework for Economic Stability » Juin 1948

Il n'y a pas de moyen plus subtil et plus sûr de renverser les fondements de la société que de corrompre sa monnaie.

J.M. Keynes, « Inflation », 1919

Dans un discours prononcé en septembre 2012, Jens Weidman, président de la Bundesbank, évoque une histoire relatée dans la deuxième partie du *Faust* de Goethe dans laquelle Méphistophélès, incarnation du diable, incite l'empereur à distribuer du papier monnaie pour augmenter le pouvoir d'achat et effacer les dettes publiques. Tout commence par une vague de prospérité, puis inévitablement « cela dégénère en inflation, détruisant le système monétaire ».

Imprimer de la monnaie pour financer les déficits publics est considéré par de nombreux banquiers centraux non pas comme une mauvaise politique, mais comme une sorte de péché, défendu par un tabou puissant. Les mandats de nombreuses banques centrales, y compris ceux de la BCE, rendent le financement monétaire des déficits publics illégal. La plupart des économistes *mainstream* et des législateurs rechignent à apporter leur soutien à une telle proposition, de peur qu'on ne les croie dérangés. Ben Bernanke la préconisa en 2003 mais ne réitéra plus ce conseil après être devenu président de la Réserve Fédérale. Michael Woodford, un des plus éminents théoriciens de la monnaie chez les Nouveaux Keynésiens, la suggéra dans son article présenté à la conférence de Jackson Hole en août 2012, mais sans prononcer explicitement ces mots. Le tabou est si profondément ancré que de nombreuses personnes en dehors des Banques Centrales pensent qu'un financement monétaire du type de celui décrit dans le chapitre 14 n'est non seulement pas souhaitable mais est en plus d'une certaine manière impossible.

Il n'est pas impossible, mais il peut ne pas être souhaitable, et le tabou est alors utile. En effet, une fois que l'on admet que le financement monétaire est possible, il n'y a plus de limites techniques à la quantité de monnaie qui peut être créée, ainsi qu'à la demande nominale qui peut être produite, et il est alors tentant d'en créer des montants toujours plus importants. Si les gouvernements ont l'autorisation d'imprimer de la monnaie pour financer les déficits publics, ils seront tentés de le faire avant les élections, de dépenser l'argent dans des circonscriptions qui leur sont favorables, et d'entretenir de larges et permanents déficits publics plutôt que d'effectuer des choix difficiles en matière d'impôts et de dépenses publiques. Le financement monétaire peut

être cependant utilisé de manière responsable sans produire d'inflation dangereuse – le Japon du début des années 30, dirigé par le ministre des finances Takahashi, en est un exemple. Mais il peut être également utilisé de manière excessive, produisant les épisodes d'hyperinflation de la république de Weimar en Allemagne et du Zimbabwe actuel.

Le financement monétaire est comme un médicament dangereux, qui lorsqu'il est pris en petites quantités peut aider à guérir de graves maladies mais lorsqu'il est consommé en excès peut être fatal. Il y a donc une bonne raison – comme l'explique Weidman – pour enfermer ce remède et jeter la clé. Les conséquences d'un tel acte pourraient cependant se révéler nocives : il deviendrait alors plus difficile d'échapper au surendettement et cela déprimerait la croissance pour plusieurs années. Toutefois, imprimer de la monnaie peut aussi se révéler nocif à long-terme, puisque cela brise le tabou qui entoure la question et ouvre la porte à des abus dans le futur.

Donc devons-nous enfermer le remède et jeter la clé ? Je ne le crois pas pour deux raisons. Premièrement, parce qu'il est en principe possible de concevoir des mécanismes institutionnels et d'instaurer des garde-fous appropriés permettant de se prémunir des abus. Deuxièmement, parce que l'alternative pour faire croître la demande nominale – la création de crédits privés – est tout aussi dangereuse. Nous devons choisir entre deux écueils, une descente aux enfers qui peut ne pas être tenue pour acquise d'un côté et un idéal de perfection de l'autre. De plus, une fois que nous avons pris conscience de cette réalité-là, nous pouvons être amenés à considérer le financement monétaire comme un instrument politique souhaitable, pas seulement dans les circonstances extrêmes actuelles mais sur une base régulière.

L'indépendance de la Banque Centrale et la Discipline Fiscale

Une inflation faible et stable n'est pas suffisante pour assurer la stabilité financière et macroéconomique, mais elle est grandement souhaitable et les banques centrales ont accompli cette tâche avec succès dans les années précédant la crise. Leur capacité à rendre cela possible est allée de pair avec l'indépendance croissante qui leur a été accordée. Dans les pays émergents qui avaient précédemment souffert d'une forte ou hyperinflation, des banques centrales indépendantes étaient de plus en plus à même de dire non aux demandes des gouvernements d'utiliser le financement monétaire. Et à travers le monde les banques centrales étaient de plus en plus libres de fixer des taux d'intérêt permettant de satisfaire leurs objectifs en matière d'inflation, quelles que soient les préférences à court-terme des gouvernements. Utiliser le financement monétaire pour échapper au surendettement pourrait passer pour une remise en cause de cette discipline.

Il n'y a en réalité aucune raison pour que le recours au financement monétaire ne puisse être encadré de manière appropriée, en conservant précisément la même discipline de ces Banques Centrales indépendantes. Les comités des Banques Centrales qui votent aujourd'hui pour approuver les variations des taux d'intérêt et les opérations de *quantitative easing* pourraient aussi bien se voir donner le pouvoir d'approuver ou de désapprouver une émission de monnaie *hélicoptère* à la manière de Bernanke ou d'effacer exceptionnellement des dettes publiques. Et ils pourraient déterminer la taille appropriée de telles opérations à la lumière de leurs avis

indépendants concernant les perspectives d'évolution de l'inflation par rapport à son niveau cible. Au Royaume-Uni, par exemple, il n'y aurait eu aucune raison pour que le comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, s'il en avait eu le pouvoir, n'ait pu approuver en 2009 et 2010 une opération de monnaie hélicoptère de 35 milliards de livres pour financer l'augmentation des dépenses publiques, au lieu d'une opération de *quantitative easing* d'un montant de 375 milliards de livres. Et aucune raison non plus pour qu'il n'ait pu refuser une émission de monnaie hélicoptère plus importante s'il estimait que cela faisait courir le risque d'une inflation supérieure à la cible des 2%.

Le problème d'une discipline autonome est par conséquent soluble en principe. Une coordination importante entre les autorités monétaires et fiscales serait néanmoins toujours requise. En effet, tandis que la Banque Centrale serait chargée d'approuver ou de désapprouver un volume donné de financement monétaire, les décisions concernant la manière de dépenser cette monnaie – soit par des baisses d'impôts ou par une augmentation des dépenses publiques, et sous quelle forme – seraient inévitablement politiques. Et puisque la manière précise dont serait utilisée la monnaie aurait en elle-même des implications quant à l'impact de la relance, les autorités fiscales et monétaires auraient besoin de discuter de la mise au point de la politique qu'elles estiment la plus appropriée.

De telles discussions n'ont, cependant, rien de nouveau, elles sont même inévitables et bienvenues lorsque les économies sont confrontées au surendettement et à des pressions déflationnistes. Au Royaume-Uni après 2008, le rôle potentiel joué par les mesures exceptionnelles concernant la liquidité, le *quantitative easing*, et le Mécanisme de Financement des Prêts (FLS)¹ fut longuement et largement débattu par le gouverneur de la Banque d'Angleterre et le ministre des finances. Au Japon, le programme actuel de *quantitative easing* de la Banque du Japon a été conçu comme une partie d'un plan d'action en trois points impliquant aussi des mesures fiscales et structurelles. La coordination de ces politiques ne diminue pas la capacité de la banque centrale à dire non si elle pense que l'ampleur de la relance est excessive ou causera une inflation nocive. Comme Ben Bernanke le disait en 2003 « sous [certaines circonstances] une plus grande coopération sur une période donnée entre la banque centrale et les autorités fiscales n'est en aucune manière inconsistante avec l'indépendance de la Banque Centrale. »

La possibilité d'utiliser le financement monétaire pour échapper au surendettement et à la déflation ne devrait donc pas être exclue pour la simple raison qu'elle conduirait inévitablement à une émission excessive de monnaie et à un manque de discipline fiscal. Dans les pays possédant une banque centrale et une autorité fiscale distinctes, le défi de combiner une discipline appropriée avec cette coordination devrait pouvoir être relevé. Là où cela pourrait ne pas être le cas, cependant, est la zone euro.

¹ Le « *Funding for Lending Scheme* » a été lancé en juillet 2012 au Royaume-Uni pour inciter les banques et les sociétés de crédits immobiliers à prêter davantage à l'économie réelle britannique.

L'exception de la zone Euro – un problème insoluble ?

De 2011 à 2014 la zone euro ne parvint pas à sortir du marasme économique, avec une croissance nulle et une inflation très en-deçà de la cible d'inflation « proche de 2% » de la BCE. A l'automne 2015, date à laquelle je finis d'écrire ce livre, le programme massif de *quantitative easing* de la BCE – et la dépréciation de l'euro qui en découle – semble avoir enfin initié une certaine reprise. Mais la performance économique globale de la zone euro reste mauvaise : le PIB en 2014 demeure 1% en deçà de celui de 2007, et le PIB par tête en est toujours très en-deçà. La zone euro a connu une décennie entière de croissance nulle du niveau de vie.

Dans plusieurs pays de la zone euro le secteur privé essaie de se désendetter après les emprunts excessifs contractés avant la crise. Dans la plupart, l'Etat tente aussi de réduire ses hauts niveaux de dette publique. De 2011 à 2014, l'hypothèse prédominante était qu'une politique monétaire expansionniste suffirait à stimuler l'économie, pourvu que les mécanismes de transmission de la politique monétaire fonctionnent à nouveau. Les promesses de la BCE de faire « tout ce qu'elle pourrait » pour empêcher toute décomposition de la zone euro ont permis de faire baisser les rendements des obligations d'Etat dans les pays de sa périphérie : les lignes offertes de liquidités bon marché plus l'action régulatrice destinée à forcer les banques à assainir leur bilan (stress test et examen de la qualité des actifs) ont permis de diminuer le coût de financement des banques, et les taux d'intérêts demandés aux ménages et entreprises sont tombés à des niveaux historiquement bas. Cependant, cela n'a pas permis le retour d'une croissance économique solide parce que la demande est déprimée par le désendettement à la fois public et privé.

La zone euro fait face ainsi à la même situation difficile qu'a connu le Japon dans les années 90 et avec vraisemblablement les mêmes conséquences – plusieurs années et voire même une décennie de croissance faible et un taux d'inflation extrêmement bas. Mais les conséquences économiques et sociales d'une décennie perdue telle que celle qu'a connue le Japon seraient beaucoup plus dramatique dans une zone euro avec des Etats-nations distincts, des minorités ethniques et religieuses importantes, et faisant face à d'importants et incontrôlables flux migratoires en provenance de pays du sud en proie à de nombreux troubles, que dans le Japon culturellement et ethniquement homogène. Redémarrer l'économie de la zone euro est vital et sans stimulus à la fois fiscal et monétaire, combinés idéalement sous la forme d'un financement monétaire, le redémarrage ne pourra pas se faire.

Tandis que la zone euro est celle qui a le plus besoin de mesures politiques radicales, c'est aussi celle qui a les plus faibles chances de s'accorder sur ces mesures. Trouver l'équilibre approprié entre discipline et coordination politique est difficile mais envisageable dans des économies avec une banque centrale et un gouvernement. Mais dans la zone euro avec une banque centrale et plusieurs nations, le défi est rendu bien plus complexe par les questions de répartition et un manque de confiance. Ainsi, si les dettes des gouvernements peuvent être effacées et si des déficits budgétaires plus importants peuvent être financés par de la monnaie émise par la banque centrale, quels pays de la zone euro bénéficieraient de ces largesses ? Et une fois que les pays qui ont emprunté de manière excessive dans le passé réalisent que le financement monétaire est possible, quelles incitations auront-ils à empêcher l'accumulation de dettes publiques et privées

dans le futur ? De tels problèmes d'aléas moraux sont difficiles à régler au sein d'une nation avec une banque centrale, mais cela l'est bien davantage au sein de la zone euro.

En principe il y a des solutions techniques à ces questions de répartition et de discipline. Comme Francesco Giavazzi et Guido Tabellini l'ont expliqué, les pays de la zone euro pourraient s'accorder afin d'utiliser la monnaie de la banque centrale pour diminuer simultanément les impôts d'un même pourcentage du PIB dans chaque pays, de telle manière qu'il n'y ait pas de transferts de pouvoir d'achat entre les nations. Et de telles diminutions d'impôts pourraient très bien être limitées dans le temps, les règles existantes de la zone euro concernant les déficits et la réduction des dettes continuant à s'appliquer au reste des budgets publics.

Toutefois la faisabilité technique n'est pas suffisante, puisqu'il y a de larges divergences de point de vue en Europe sur la question de savoir si la demande nominale est réellement insuffisante, et les pays faiblement endettés tels que l'Allemagne n'ont pas confiance dans la capacité des pays fortement endettés à respecter leurs engagements. Jusqu'à la fin de l'année 2014, la BCE avait déjà du mal à obtenir un accord sur des opérations de *quantitative easing* à grandes échelles mais réversibles, cela sera bien plus difficile pour la question d'un financement monétaire permanent.

La structure de la zone euro actuelle rend par conséquent presque inéluctable une « décennie perdue » à la japonaise. Les solutions requises à long-terme, si la zone euro veut rester unie et s'en sortir, doivent impliquer un processus significatif de fédéralisation. Des dettes publiques doivent être émises à l'échelle de la zone euro, tandis que d'autres resteraient au niveau national : les dettes nationales resteraient soumises à la discipline des marchés et à de potentiels défauts, mais au niveau fédéral les dettes devraient devenir un actif absolument sûr, garanti par le filet de sécurité de sa monétisation possible par la Banque Centrale. La création de crédit pour le privé devrait être contrainte par de puissants instruments macroéconomiques coordonnés au niveau de la zone euro mais différenciés selon les pays afin de contraindre les émissions de crédits au niveau national et prévenir les cycles de prix d'actifs.

La meilleure stratégie à court-terme, cependant, pourrait impliquer des opérations qui s'apparentent *de facto* à du financement monétaire, mais dont la nature essentielle peut être occultée par peur d'être remises en cause pour des raisons légales ou politiques. Si la Banque Européenne d'Investissement par exemple finance des investissements dans les infrastructures, *via* l'émission d'obligations de long-terme que la BCE achèterait, nous nous rapprocherions d'un financement monétaire sans vraiment franchir la ligne rouge.

Mais si ni la solution de long-terme, ni une action appropriée à court-terme n'est possible, une rupture de la zone euro serait préférable, idéalement à travers la sortie des pays dont les devises seraient potentiellement fortes, tels que l'Allemagne. Si elle continue avec des structures et des règles qui rendent toute forme de financement monétaire impossible, l'Europe sera condamnée à une longue et inutile période de croissance faible et à des taux d'inflation dangereusement bas.

Le financement monétaire : une fois et une fois seulement ?

Confrontés au surendettement et à une demande nominale insuffisante, nous devons être prêts à utiliser l'option du financement monétaire. Il y a néanmoins un argument majeur pour ne le faire qu'une fois et une fois seulement, afin de répondre à des circonstances exceptionnelles et en revenant à l'interdiction du financement monétaire conforme à l'orthodoxie dès que nous avons retrouvé une croissance solide et que le taux d'inflation est revenu à son niveau cible. Si cette politique n'est clairement utilisée qu'une seule fois et est justifiée par les circonstances, il sera plus facile de gérer le risque d'aléa moral : mais si nous acceptons le financement monétaire comme une opération normale, mise en œuvre de manière continue année après année, le risque que les gouvernements à venir en abusent, s'accroît grandement.

Mais ce n'est pas ce qu'a proposé Milton Friedman en 1948. Au contraire, il a affirmé que si une légère augmentation de la demande nominale était souhaitable, elle devrait être fournie par le gouvernement en mettant en œuvre chaque année un petit déficit budgétaire financé entièrement par création monétaire. Si, par exemple, la quantité de monnaie représente 50% du PIB et a besoin d'augmenter de 4% par an (c'est-à-dire de 2% par rapport au PIB) pour obtenir une croissance du PIB nominal de 4%, le gouvernement devra chaque année mettre en place un financement monétaire du déficit budgétaire de 2% du PIB.

Devons-nous donc prendre en considération cette proposition plus radicale ? Friedman lui-même a insisté sur le fait que « Cette proposition présente bien sur des risques. Le contrôle explicite de la quantité de monnaie par le gouvernement et la création de monnaie explicite pour répondre au déficit public peut créer un climat favorable à une action irresponsable du gouvernement et à l'inflation ». A partir du moment où les gouvernements savent qu'ils peuvent financer le déficit public à hauteur de 2% du PIB par création monétaire plutôt que par les impôts, qu'est-ce qui les empêchent de chercher à vouloir le faire à hauteur de 3%, 4% ou 5% ?

Pour cette raison je préfère largement que toute utilisation de l'option du financement monétaire n'ait lieu qu'une fois et une seule. Mais la logique derrière l'analyse présentée dans ce livre est qu'il y a des circonstances qui font que la mise en œuvre continue d'un financement monétaire serait moins risquée que les politiques alternatives.

La stagnation séculaire – Une bonne raison d'appliquer le financement monétaire en continu ?

Dans le Chapitre 7 nous avons soutenu qu'une grande partie de la croissance rapide du crédit avant la crise de 2007-2008 n'était pas nécessaire pour assurer la croissance économique. Le crédit immobilier utilisé pour financer l'achat de biens déjà existants a fait grimper l'effet de levier et les prix des actifs, mais n'a pas entraîné l'augmentation requise et proportionnelle de la demande nominale. L'augmentation du crédit à la consommation a contribué à maintenir une demande suffisante face à la montée des inégalités, mais cela n'aurait pas été nécessaire si celles-ci n'avaient pas augmenté. Si nous faisons les réformes décrites dans la partie IV, nous pourrions

donc être en mesure d'obtenir une croissance économique sans croissance toujours plus rapide du crédit privé.

Mais il est également possible que si nous limitons la croissance du crédit privé afin de limiter les risques de crises futures et le surendettement, nous soyons alors confrontés à un problème de demande nominale insuffisante. Le crédit octroyé sur la base des biens immobiliers ne produit pas nécessairement une augmentation entièrement proportionnelle de la demande nominale, mais il peut, en donnant aux gens l'impression d'être plus riches, stimuler les dépenses de manière significative. Il est donc possible, comme Larry Summers l'a fait valoir, que sans croissance rapide et potentiellement instable du crédit, nous puissions faire face à un problème de stagnation séculaire.

Une demande nominale structurellement insuffisante pourrait advenir si la volonté (ex ante) d'épargner excède la volonté (ex ante) d'investir et les forces en présence dans une économie moderne peuvent rendre ce déséquilibre inévitable. Les besoins d'investissements, comme expliqué au Chapitre 7, peuvent être réduits par la chute des prix relatifs des biens d'équipements intégrant les TIC. Et le ralentissement de la croissance démographique réduit la nécessité pour chaque génération d'accumuler davantage de capital. Mais les évolutions démographiques telles que l'accroissement de la longévité peuvent simultanément inciter les gens à accumuler une épargne importante pendant la vie active afin de financer des retraites plus longues et le désir de transmettre un héritage peut, comme Thomas Piketty le soutient, entraîner le souhait d'augmenter son épargne indépendamment du fait de savoir si des investissements supplémentaires en capital sont nécessaires.

A travers divers mécanismes, les économies pourraient donc faire face à une déconnexion entre les aspirations à l'épargne et les besoins d'investissement, l'épargne et les investissements ne s'équilibrant qu'à travers des taux d'intérêt très bas. En 1990, le taux de rendement réel obtenu sur les obligations d'État à 20 ans indexées au Royaume-Uni et aux États-Unis était de plus de 3%. Au moment de la crise de 2007-2008 ce taux était déjà tombé à moins de 1,5% et est désormais proche de zéro. Les taux d'intérêt extrêmement bas ont à leur tour engendré la croissance rapide du crédit qui a conduit à la crise.

Il est donc possible, quoi qu'en aucune manière certain, que nous ayons à faire face non seulement à un problème sérieux de surendettement créé par la croissance exagérée du crédit, mais aussi à une insuffisance structurelle sous-jacente de la demande nominale. Si c'est le cas, il semble qu'il nous faille soit accepter l'instabilité liée aux brusques mouvements d'expansion et de contraction du crédit soit une période prolongée de faible croissance durable, une inflation trop basse et des niveaux d'endettement qui ne diminueront jamais.

Mais une demande nominale insuffisante est un problème que l'on peut toujours résoudre grâce à la création monétaire. Et si la stagnation séculaire est une menace aussi sérieuse que ce que le prétendent certains économistes, nous pourrions y remédier en utilisant le financement monétaire plus d'une fois de manière continue dans le temps. Il nous faudra faire de notre mieux pour nous prémunir contre une utilisation exagérée grâce, par exemple, à des limites légales quant à la quantité de monnaie créée chaque année ou en localisant le pouvoir de décision concernant la

quantité de monnaie à émettre au sein de banques centrales indépendantes et focalisés sur le ciblage de l'inflation. Il y a un risque que ces contraintes se révèlent imparfaites. Mais si l'alternative est une faible croissance durable et la déflation, c'est peut-être un risque qu'il nous faut accepter.

Entre la dette et le diable

Autoriser le financement monétaire est risqué car les gouvernements pourraient créer trop de monnaie et allouer le pouvoir d'achat associé à des fins inutiles. Mais l'alternative menant à une demande nominale suffisante – par la création de crédit privé – est aussi risquée puisque des marchés financiers libres et laissés à eux-mêmes sont appelés à créer trop de crédits et à l'allouer de manière inefficace, générant de brusques mouvements d'expansion et de contraction, du surendettement et des récessions d'après crises.

Les Etats-Unis n'ont pas émis de monnaie dans la décennie précédent 2008 mais un énorme boom du crédit privé a produit une énorme crise financière. Bien loin de créer de la monnaie pour financer les déficits budgétaires, l'Irlande avant 2008 utilisait les excédents budgétaires pour rembourser la dette publique: mais elle pâtissait toujours d'une mauvaise allocation massive de son investissement en capital à travers des projets immobiliers non rentables. La Chine aurait pu choisir en 2009 de compenser l'impact de la récession mondiale par une relance budgétaire financée par la création monétaire : elle a choisi au contraire de se reposer sur la création de crédit bancaire. Mais elle se retrouve toujours confrontée dans de nombreuses villes à un investissement excessif dans les infrastructures et l'immobilier ainsi qu'à un sérieux problème de surendettement.

L'orthodoxie macroéconomique d'avant crise combinait un anathème définitif contre le financement monétaire et une attitude totalement décomplexée vis-à-vis de la création de crédit privé. Les politiques optimales futures doivent tenir compte de la réalité et du fait que nous sommes confrontés à un choix entre plusieurs risques et que nous devons combiner un contrôle beaucoup plus strict de la création de crédit privé avec une utilisation raisonnable du financement monétaire quand nécessaire. Notre refus d'utiliser cette option jusqu'à présent a déprimé la croissance ; conduit à une austérité budgétaire inutilement drastique ; et, en nous obligeant à maintenir des taux d'intérêt très bas, augmenté les risques d'instabilité financière dans le futur.

Traduction par Edouard Cottin-Euziol avec la collaboration de RST