

La VÉRITÉ sur les BANQUES

Michael Kumhof et Zoltán Jakab

Les banques créent de la monnaie quand elles prêtent et peuvent donc amplifier les cycles financiers

LES PROBLÈMES du secteur bancaire ont largement contribué à déclencher et prolonger les deux plus grandes crises économiques des cent dernières années : la Crise de 1929 et la Grande Récession de 2008. Dans l'un et l'autre cas, la réglementation insuffisante du système bancaire aurait joué un rôle. Pour éviter la répétition de ces expériences traumatisantes, les économistes ont donc dû s'atteler au défi de la recherche d'une démarche nouvelle.

Dans les années 30, les macroéconomistes, qui étudient le fonctionnement des économies nationales, avaient des réactions très différentes de celles d'aujourd'hui. À l'époque s'affrontaient deux grands courants prônant une réforme radicale du secteur bancaire aux États-Unis, avec, d'un côté, les propositions qui ont débouché

sur la loi Glass-Steagall avec la séparation des banques commerciales et des banques d'affaires, la création d'un programme de garantie des dépôts et la plus grande expansion des réseaux de succursales, et, de l'autre, les propositions visant à imposer 100 % de réserves bancaires (à chaque dollar déposé par un client devait correspondre 1 dollar en espèces dans les coffres des banques ou les réserves de la banque centrale).

La plupart des grands macroéconomistes américains d'alors, dont Irving Fisher, de Yale, et les fondateurs de la dite École de Chicago, étaient partisans de la deuxième voie, principalement parce que, juste avant la Crise de 1929, les macroéconomistes avaient fini par intégrer certaines vérités fondamentales sur la nature de la banque, que la profession avait jusque-là éludées,



notamment le fait que *les banques financent de nouveaux prêts en créant de nouveaux dépôts* (Schumpeter, 1954). Autrement dit, quand un nouveau prêt est accordé à un client, il est décaissé en créant un nouveau dépôt du même montant que le prêt et au nom du même client. C'était là une grave vulnérabilité des systèmes financiers, pour deux raisons.

Premièrement, comme les banques sont libres de créer de la monnaie quand elles prêtent, si elles apprécient mal la capacité de remboursement de leurs débiteurs, elles risquent encore plus de déclencher des cycles d'expansion-contraction. Deuxièmement, cela crée un lien permanent entre création de monnaie et création de dette, ce qui peut porter à conséquence, car des niveaux d'endettement excessifs peuvent provoquer des crises financières, un risque que les techniques statistiques modernes ont permis de confirmer (Schularick et Taylor, 2012).

Les propositions en faveur d'un ratio de réserves de 100 % visaient donc à empêcher les banques de financer des prêts en créant de la monnaie, tout en autorisant séparément les banques de dépôt et les établissements de crédit à continuer de remplir tous les autres rôles traditionnellement dévolus aux banques. Les banques de dépôt seraient en concurrence pour fournir aux clients l'accès à un système de paiement électronique limité aux transactions en monnaie de banque centrale (certaines porteuses d'intérêts); les banques de crédit chercheraient à attirer ces fonds et prêteraient quand elles en auraient accumulé assez.

Dans Benes et Kumhof (2012), nous avons trouvé des éléments plaidant pour les avantages censés être associés à la proposition des 100 %, avec l'aide d'outils quantitatifs modernes. Soyons clairs, nous ne militons pas pour un système avec 100 % de réserves; nous évoquons ici la genèse de cette idée, car elle est indispensable au débat sur la nature des banques.

Dans les années 30, les réformes moins radicales de Glass-Steagall l'ont emporté, et le système financier américain s'est finalement stabilisé. Mais, effet collatéral de cette victoire, les leçons essentielles apprises avant la guerre ont été largement oubliées dès les années 60. C'est à peu près à cette époque que les banques ont commencé à disparaître complètement de la plupart des modèles décrivant le fonctionnement de l'économie.

Peu préparés à la Grande Récession

Ceci contribue à expliquer pourquoi, au début de la Grande Récession, la science macroéconomique n'était pas en mesure de contribuer utilement à l'analyse des interactions entre les banques et la macroéconomie. Aujourd'hui, il existe un considérable corpus de travaux sur le sujet, mais la recherche continue de se heurter à maintes difficultés.

Dans notre nouvel article (Jakab et Kumhof, 2015), nous faisons valoir que ces difficultés résultent généralement de notre incapacité à retenir les leçons des années 30. Plus précisément, la quasi-totalité des travaux récents du courant néoclassique dominant se fondent sur une définition extrêmement trompeuse de l'activité bancaire, l'«intermédiation de fonds empruntables», qui remonte aux années 50 et 60, et même au XIX^e siècle. Nous préférons décrire le métier bancaire comme le «financement par la création monétaire», ce qui correspond à la vision défendue dans les années 30 par les économistes associés à l'École de Chicago. En cas de choc financier ou d'une autre nature, ces deux

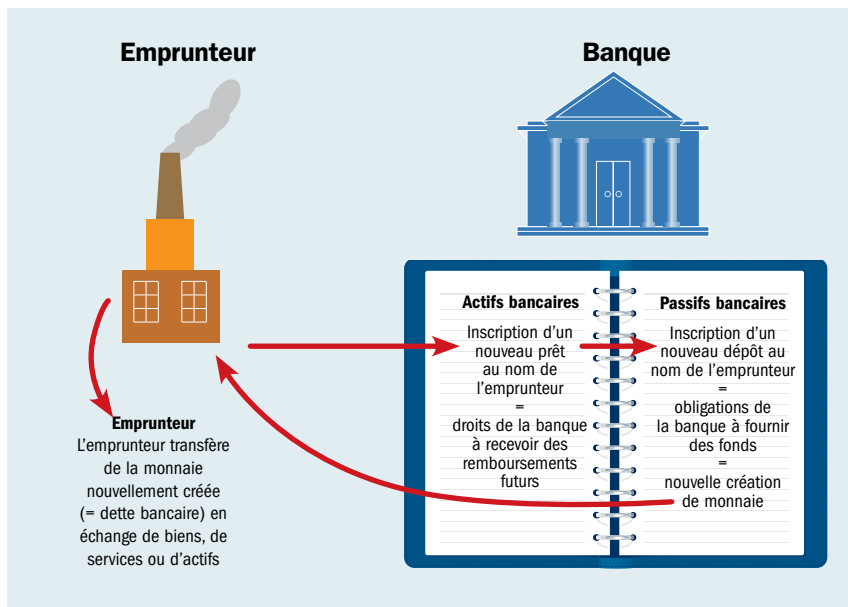
visions impliquent des ripostes macroéconomiques radicalement différentes, ce qui influe aussi évidemment sur les grands choix de politique économique aujourd'hui.

Selon les théories néoclassiques modernes relatives à l'intermédiation de fonds prêtables, les banques jouent le rôle d'intermédiaire pour l'épargne réelle. Dans cette logique, les banques commencent par collecter auprès des épargnants les dépôts constitués par des ressources réelles épargnées (biens de consommation périssables et durables, machines et équipements, etc.) et prêtent ensuite ces mêmes ressources aux emprunteurs. Or, dans la réalité, aucun établissement ne procède ainsi. Il n'y a pas de fonds prêtables correspondant à des ressources réelles et que les banques peuvent collecter pour les prêter ensuite. Certes, les banques collectent des chèques et autres instruments financiers du même type, mais, parce que ces instruments, pour avoir une quelconque valeur, doivent être tirés sur des fonds situés ailleurs dans le système financier, il ne peut s'agir de dépôts de nouveaux fonds venant de l'extérieur du système. De nouveaux fonds ne sont créés que grâce à de nouveaux emprunts bancaires (ou lorsque les banques acquièrent des actifs financiers ou réels), par une simple écriture comptable, au moment du décaissement. Ces fonds n'existent donc pas avant la création du prêt et ne résultent que d'une saisie informatique (ou, par le passé, d'une écriture dans un livre comptable), sans correspondre à des ressources réelles.

Ce processus, le financement, est bien sûr l'activité principale des banques. Voyons comment cela se passe plus en détail. Un banquier accorde un prêt à un emprunteur. Le décaissement consiste pour la banque à inscrire le nouvel emprunt, au nom de l'emprunteur, comme actif dans son bilan et à inscrire simultanément un nouveau dépôt d'un montant identique, toujours au nom de l'emprunteur, dans la colonne passif. Ce simple jeu d'écriture n'a une incidence économique que par le fait que les dépôts de la banque sont le moyen d'échange accepté dans toute économie moderne, son argent. Il est clair que ces opérations, dont l'un de nous a souvent été témoin en tant que banquier d'affaires, n'impliquent strictement aucune intermédiation. Werner (2014), un économiste familier des mêmes milieux bancaires, propose un descriptif bien plus détaillé des étapes que comporte effectivement un décaissement de prêt.

Le terme «dépôt bancaire» est utilisé ici de manière très large et englobe l'ensemble des passifs bancaires hors fonds propres, des dépôts à vue aux titres de dette. En effet, tous ces engagements peuvent être considérés comme des formes de monnaie, plus ou moins liquides. Bien que le dépôt initial soit toujours créé sous forme d'un dépôt à vue, les détenteurs en dernier ressort du nouveau passif bancaire exigent généralement un taux d'intérêt positif, dont le niveau dépend de leur arbitrage entre liquidité et rendement financier.

Deux idées fausses peuvent naître dans ce contexte. Premièrement, le nouveau dépôt ne «disparaît» pas dès que l'emprunteur s'en sert pour acquérir un bien ou un actif. Il peut sortir de la banque de l'emprunteur si le vendeur du bien ou de l'actif est dans une autre banque, mais il ne quitte véritablement le système bancaire qu'au remboursement du prêt sous-jacent. On voit donc à quel point il est important d'envisager les banques comme les parties d'un système financier interconnecté, et non comme des entités isolées. Deuxièmement, il n'y a aucune



Dans les simulations comparant le comportement de ces modèles, nous postulons que, en l'espace d'un trimestre, la probabilité de défaillance des emprunteurs augmente de manière fort sensible. En partant de l'hypothèse réaliste que les banques fixent les taux d'intérêt débiteurs avant le choc et doivent s'y tenir jusqu'à expiration des contrats de prêt existants, elles subissent des pertes importantes, auxquelles elles réagissent en signant de nouveaux contrats de prêt intégrant le risque accru et l'érosion de leurs marges de fonds propres. Elles sont donc contraintes d'accorder moins de nouveaux prêts, assortis de taux d'intérêt plus élevés. Mais les hypothétiques «agents d'intermédiation de fonds prêtables» choisiraient des combinaisons très différentes de celles privilégiées par des banques réelles offrant des «financements par création monétaire».

raison de supposer que ce prêt sera immédiatement remboursé. Au contraire, un prêt est accordé précisément parce qu'il doit servir à soutenir un surcroît d'activité économique, qui engendre à son tour une demande accrue de liquidités et donc de dépôts bancaires. Si les financements sont utilisés pour soutenir des activités économiques relativement improductives, il en résulte un relatif renchérissement des prix des biens et des actifs et une moindre production additionnelle. Or ce type de distinction est justement ce que notre nouveau cadre conceptuel nous permet de quantifier.

Financement par création monétaire

Cette fonction de «financement par création monétaire» a été décrite à maintes reprises dans les publications des grandes banques centrales (McLeay, Radia et Thomas (2014a, 2014b) le résumant très bien). En revanche, son intégration dans les modèles macroéconomiques a été largement plus délicate. Nous avons donc construit des exemples de modèles économiques où les banques ont une fonction de «financement par création monétaire» pour comparer ensuite les prédictions quantitatives de ces modèles avec celles de modèles par ailleurs identiques, mais où les banques ont un rôle d'«intermédiation de fonds prêtables».

Nous devrions préciser ici que le financement par la création monétaire est fréquemment cité dans les études économiques postkeynésiennes, tout en s'y distinguant de notre conception à deux égards. Premièrement, il fait l'impasse sur le comportement d'optimisation des ménages et des entreprises cher à la théorie néoclassique moderne et incontournable pour les économistes dominants et pour la plupart des organes de décision. Deuxièmement, il tend à modéliser le crédit et la monnaie comme étant entièrement déterminés par la demande, les banques ne jouant qu'un rôle très passif. La valeur ajoutée de nos travaux réside dans le fait que notre hypothèse de départ est un monde plus réaliste, où les risques de crédit limitent l'offre de crédit bancaire et où les préférences de liquidité limitent la demande de monnaie des agents non bancaires.

Globalement, les banques servant d'intermédiaires pour les fonds prêtables ne seraient pas capables d'alléger rapidement leur bilan en cas de crise. La masse des dépôts de fonds disponibles à l'emprunt diminuerait au mieux progressivement si les déposants, en réponse à une récession, réduisaient leur épargne. Le seul autre moyen théoriquement envisageable de réduire les bilans bancaires serait celui où les déposants achèteraient aux banques des titres de dette ou de participation privés. Or l'expérience montre que, en période de crise, les portefeuilles de titres non bancaires détenus par le secteur financier ne s'accroissent pas notablement. En outre, cette explication passe sous silence la manière dont le portefeuille de prêts des banques (contrairement à leur portefeuille de titres) pourrait être allégé.

Par conséquent, les banques du modèle de l'intermédiation, dont le bilan ne décroît que lentement, continueraient de prêter à des emprunteurs plus risqués. Pour compenser ce risque, elles relèveraient très largement leurs taux débiteurs pour conserver leur rentabilité.

En revanche, les banques qui offrent des financements en créant de la monnaie peuvent réduire instantanément et massivement leurs prêts si elles estiment que cela améliorera leur rentabilité. Une fois encore, cette flexibilité est possible, car les dépôts représentent un pouvoir d'achat monétaire qui, par des jeux d'écriture, peut être détruit aussi vite que créé, et ne correspondent pas à de l'épargne réelle, qui ne décline que si la production baisse ou la consommation de ressources augmente. Les banques dans le modèle de création de monnaie peuvent exiger le remboursement immédiat (ou refuser de refinancer) d'une grande partie des prêts existants résultant de dépôts existants, provoquant ainsi une contraction immédiate, simultanée et notable des prêts et des dépôts bancaires, tandis que les banques d'intermédiation n'enregistreraient quasiment aucun changement initial.

Comme cette contraction du crédit par rapport au modèle d'intermédiation réduit les ratios entre les prêts accordés aux emprunteurs des banques d'affaires et les actifs apportés en garantie, et donc le degré de risque des prêts en cours, l'augmentation initiale des

marges de taux d'intérêt sur ces prêts est bien moins importante que dans ce modèle. La réaction des banques prend donc plus la forme d'un rationnement quantitatif que d'une modulation des marges. On le voit aussi dans le ratio de levier financier, un ratio clé défini comme le ratio actifs bancaires/valeur nette. Dans le modèle de l'intermédiation, l'effet de levier est accru, car les pertes et donc la baisse de la valeur nette sont largement supérieures à la réduction progressive des prêts. Dans le modèle de création monétaire, l'effet de levier reste constant ou diminue, car la réduction rapide des prêts est au moins équivalente à la variation de la valeur nette. Enfin, la contraction du PIB est généralement plus importante que dans le modèle de l'intermédiation, principalement en raison d'un rationnement brutal du crédit et des pénuries de liquidité que cela engendre dans toute l'économie.

Il est facile de démontrer que ces caractéristiques des modèles de création monétaire sont largement plus conformes à la réalité. Chose importante, le crédit bancaire, tant au niveau des banques elles-mêmes que des systèmes bancaires nationaux, connaît des fluctuations fréquentes, amples et rapides. Contrairement aux modèles types de l'intermédiation et, là encore, conformément à ce que montrent les données, les modèles de la création monétaire prédisent des ratios de levier bancaire qui augmentent pendant les phases d'expansion et baissent pendant les phases de contraction, ainsi que des rationnements rigoureux du crédit en conjoncture basse.

Fondamentalement, ces différences s'expliquent par le fait que, dans la logique d'intermédiation, tous les dépôts effectués dans le système doivent s'accumuler grâce aux ressources matérielles épargnées, processus qui est par nature progressif et très lent. Dans le scénario de création monétaire, en revanche, les banques peuvent créer et supprimer des dépôts instantanément, car le processus passe par des écritures comptables plutôt que des ressources matérielles. Bien que les dépôts soient essentiels pour les acquisitions et cessions de ressources réelles hors du système bancaire, ils ne sont pas eux-mêmes des ressources matérielles et peuvent être créés à très faible coût.

Même s'il n'y a pas de limites techniques à l'augmentation rapide de leurs prêts, les banques font face à d'autres contraintes. Mais la limite la plus importante, surtout durant les phases d'expansion des cycles financiers au cours desquelles tous les établissements décident de prêter davantage, est leur propre évaluation de leur rentabilité et solvabilité futures. Le volume d'épargne disponible liée à des ressources réelles n'est pas un frein à l'activité de prêt et à la création de dépôts, pas plus que la quantité de réserves de banque centrale. Les banques centrales modernes fixent des objectifs de taux d'intérêt et doivent fournir autant de réserves que l'exige le système bancaire pour tenir ces objectifs. Cela met à mal l'idée encore très répandue du multiplicateur de dépôts, qui veut que les banques prêtent plusieurs fois un dépôt initial de réserves de banque centrale.

En résumé, nos travaux s'appuient sur un point fondamental : les banques ne sont pas des intermédiaires de fonds prêtables réels, contrairement à l'hypothèse généralement admise des macroéconomistes néoclassiques. Elles sont plutôt des *sources de financement*, car elles créent du pouvoir d'achat monétaire pour leurs emprunteurs. Comprendre cette distinction a des conséquences importantes pour toute une série d'aspects pratiques.

Pour finir, nous illustrerons notre propos avec un seul exemple, mais il en existe bien d'autres.

Conséquences pratiques

Beaucoup de politiques économiques visent souvent à encourager les investissements physiques en encourageant l'épargne, censée financer l'investissement. Or l'épargne ne finance pas l'investissement, ce sont le financement et la création monétaire qui le font. Le financement par les banques de projets d'investissement ne nécessite pas d'épargne préalable, mais la création d'un surcroît de pouvoir d'achat monétaire permettant aux investisseurs d'acheter de nouvelles usines ou installations. Une fois que les acquisitions ont été faites et que les vendeurs (ou les agents plus en aval dans la chaîne des opérations) ont déposé les fonds, ils deviennent des épargnants dans les statistiques de comptabilité nationale, mais leur épargne est une conséquence comptable (et non une cause économique) des prêts et des investissements. Voir les choses autrement revient à confondre les rôles macroéconomiques respectifs des ressources réelles (épargne) et de l'argent né d'une dette (financement). Une fois encore, l'argument n'est pas nouveau; il remonte au moins à Keynes (Keynes, 2012). Mais de nombreux économistes semblent l'avoir oublié, et il est souvent ignoré dans les débats de fond.

Compte tenu de ces éléments, la politique économique devrait miser en priorité sur un système financier efficient, identifiant et finançant les projets utiles, plutôt que sur des mesures visant à encourager l'épargne en espérant qu'elle financera les investissements souhaités. L'approche du «financement par la création monétaire» montre très clairement que, si l'on finance des actifs physiques, il en résultera naturellement de l'épargne. ■

Michael Kumhof est conseiller principal au pôle d'études de la Banque d'Angleterre, et Zoltán Jakab, économiste au Département des études du FMI.

Bibliographie :

- Benes, Jaromir, and Michael Kumhof, 2012, "The Chicago Plan Revisited," IMF Working Paper 12/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Jakab, Zoltán, and Michael Kumhof, 2015, "Banks Are Not Intermediaries of Loanable Funds—And Why This Matters," Bank of England Working Paper 529 (London).
- Keynes, John Maynard, 2012, *The Collected Writings of John Maynard Keynes Volume 27, reprint of 1980 edition* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- McLeay, Michael, Amar Radia, and Ryland Thomas, 2014a, "Money Creation in the Modern Economy," Bank of England Quarterly Bulletin Q1, p. 14–27.
- , 2014b, "Money in the Modern Economy: An Introduction," Bank of England Quarterly Bulletin Q1, p. 4–13.
- Schularick, Moritz, and Alan M. Taylor, 2012, "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008," *American Economic Review*, Vol. 102, No. 2, p. 1029–61.
- Schumpeter, Joseph A., 1954, *History of Economic Analysis* (New York: Oxford University Press).
- Werner, Richard A., 2014, "Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? The Theories and the Empirical Evidence," *International Review of Financial Analysis*, Vol. 36, p. 1–19.