

QUE SAIS-JE ?

*L'instabilité
monétaire*

BÉATRICE MAJNONI D'INTIGNANO

Professeur des Universités
Membre du Conseil d'Analyse économique



DU MÊME AUTEUR

- Hippocrate et les technocrates* (avec J.-C. Stephan), Calmann-Lévy, 1983.
- L'hôpital au XXI^e siècle* (avec D. Jolly), Economica, 1989.
- Santé, mon cher souci*, 1^{re} éd., Economica ; 2^e éd., Lattès, 1987-1989.
- La protection sociale*, Le Livre de poche, 1993 ; 2^e éd., 1997.
- Femmes si vous saviez...*, De Fallois, 1996, Prix Tanesse, de l'Institut.
- L'usine à chômeurs*, Plon, 1998 ; Pocket, 1999, Prix Zérélli-Marimo, de l'Institut.
- L'égalité entre femmes et hommes*, CAE, La Documentation française, 1999.
- Le sexe médiateur*, Plon, 2000.
- Économie de la santé* (avec P. Ulmann), PUF, « Thémis », 2001.
- Santé et économie en Europe*, PUF, « Que sais-je ? », 2001 ; 2^e éd., 2004.

Articles réguliers dans la revue *Commentaire*.

L'auteur remercie la Banque de France et Rexecode pour leur aide dans la réalisation des graphiques, mais serait seule responsable des erreurs de présentation et d'interprétation.

ISBN 2 13 053624 7

Dépôt légal — 1^{re} édition : 2003, octobre

© Presses Universitaires de France, 2003
6, avenue Reille, 75014 Paris

POURQUOI LA STABILITÉ MONÉTAIRE ?

Le XIX^e fut le siècle de la stabilité monétaire. Le XX^e celui des chaos monétaires et financiers. Le XXI^e siècle commence dans un paysage monétaire révolutionnaire et apparemment stabilisé. Deux monnaies dominent le système monétaire international : le dollar et l'euro. Notre euro : une expérience historique unique, surprenante par son audace et par son succès démocratique. Le sterling et le franc suisse seront marginalisés ou aspirés par l'euro. Mais dollar et euro sont les monnaies de 12 % de l'humanité ! Que seront demain les monnaies des deux pays regroupant près de 40 % des hommes : la Chine et l'Inde ? Le yen rate le coche : monnaie d'un pays en stagnation, il perd du terrain. Les grands blocs continentaux, en Amérique latine, en Asie créeront-ils leur propre monnaie ? À long terme, l'apparente stabilité des monnaies du monde développé est-elle crédible ou sombrera-t-elle dans une nouvelle inflation pour trancher le conflit entre générations dans une Europe vieillissante ? Enfin, serons-nous capables de tirer parti de l'étroit couloir de temps qu'offre la démographie pour exploiter l'opposition entre les pays du Nord, développés, riches en capital et vieillissants, et ceux du Sud, jeunes, capables et avides de progresser ?

Rappelons quelques définitions élémentaires. La monnaie est l'actif liquide par excellence. Créance de son détenteur sur son émetteur, elle est la contrepartie des échanges et le support du financement de l'économie. Depuis l'origine, les monnaies se dématérialisent. Le monde ancien utilisait des marchandises utiles (sel, bétail) ; les empires des pièces métalliques

émises par le Prince (bronze, or, argent) ; les pays s'industrialisant firent appel aux billets émis par les banques ; les économies modernes se servent d'écritures (monnaie scripturale) et de signes informatiques contrôlés par les banques centrales ; déjà se profile la monnaie numérique transmise par Internet (OCDE, 2002). En devenant intangible la monnaie était-elle vouée à se dévaloriser ? La valeur d'échange de toutes les unités monétaires par rapport à l'or s'est dépréciée selon une loi exponentielle au cours de l'histoire : le prix de l'or tendant vers l'infini en un temps fini (Cailleux, 1980). Pourtant ces monnaies conservent un pouvoir d'achat. Elles sont toutes fiduciaires : fondées sur la confiance. Cette observation montre que les sociétés et les économies ont un besoin croissant de monnaie et que, si beaucoup de monnaies se dévalorisent et disparaissent, d'autres se créent et s'imposent.

À quoi sert cette monnaie ? Elle a rendu les échanges fluides, par le crédit elle a financé les investissements, dans et entre les nations, puis elle est devenue un élément du patrimoine sous forme de créances. Avec la mondialisation, le capitalisme devient de plus en plus financier. Au XIX^e siècle, le patrimoine contenait de la terre et des immeubles, des manufactures industrielles et un peu de monnaie ; au début du XX^e siècle s'y ajoutaient des actions et des obligations et de plus en plus de dépôts bancaires ; au début du XXI^e siècle, il contient surtout des titres mobiliers et des actifs liquides diversifiés (recensés dans les agrégats monétaires), échangeables entre eux. Les patrimoines se diversifient par nature et par région du monde en fonction des risques et des perspectives de rendement. Les marchés monétaires, financiers et des changes sont mondiaux, grâce à la convertibilité des monnaies. Ainsi globalisés, ils se montrent de plus en plus autonomes par rapport à l'économie réelle. Ils

déterminent les taux d'intérêt à long terme et les primes de risque, donc les conditions de financement des déséquilibres de balances des paiements, des budgets publics et des investissements privés.

Les pays développés refusèrent de créer une monnaie mondiale comme le préconisait Keynes à Bretton Woods en 1944 (Le Bancor). L'étalon-or, la seule monnaie mondiale qui ait existé, a agonisé cinquante ans avant d'être abandonné en 1976 par les accords de la Jamaïque. Les DTS (Droits de tirage spéciaux, panier de monnaies les plus utilisées) créés par le Fond monétaire international en 1974 restent une bonne intention, sans grand rôle.

La monnaie est une composante de la souveraineté et de la puissance d'une nation. Une monnaie convertible est un attribut de pays avancé ou en transition et démocratique. Pas de pouvoir politique mondial, donc pas de monnaie mondiale dans un avenir prévisible. Le monde a toutefois besoin de stabilité monétaire ; telles des pieuvres, les déséquilibres monétaires étouffent en effet soit les classes moyenne et pauvre, soit l'économie.

Ce livre traite de la stabilité monétaire. On distingue la *stabilité interne* d'une monnaie, celle des prix et du pouvoir d'achat des citoyens en biens et services nationaux, de la *stabilité externe*, celle du taux de change de la monnaie nationale en devises étrangères, dont dépend le pouvoir d'achat en biens et services produits dans le reste du monde. La stabilité monétaire est-elle censée garantir la stabilité du pouvoir d'achat des citoyens, donc de l'unité de compte commune, dans une conception dichotomique de la sphère monétaire et de la sphère réelle, ou celle de l'économie, et donc des revenus, dans une conception intégrée des deux sphères, où l'instabilité financière fait partie de l'instabilité monétaire ?

On rappellera d'abord la nature des déséquilibres monétaires liés à la gestion de la monnaie et aux conflits militaires et sociaux : inflations, bulles et déflation (chap. II et III). Puis on montrera comment les pays développés et certains pays émergents ont instauré la stabilité interne depuis 1980 (chap. IV), et pourquoi elle génère l'instabilité externe et les crises de change (chap. V). Avec l'euro, les Européens ont changé de paradigme : ayant obtenu la fixité de leurs monnaies entre elles en les fondant dans une monnaie unique, ils découvrent avec surprise face au dollar les mécanismes du flottement. Enfin on s'interrogera sur les deux monnaies mondiales : le dollar et l'euro et sur leurs rapports avec les monnaies périphériques (chap. VI). La conclusion jettera un regard prospectif sur les conséquences monétaires des deux conflits potentiels de demain. Celui entre retraités et jeunes actifs en Europe et l'opposition entre pays développés, vieillissants et riches du Nord et pays pauvres et jeunes du Sud, dont le ressentiment croît.

LES MONNAIES D'AUJOURD'HUI

1. **Une rupture historique.** – À l'aube du XXI^e siècle, le nombre de monnaies européennes a diminué : fini le deutschemark, la peseta et le franc. L'euro est devenu la monnaie unique de douze pays européens : la France, l'Allemagne, l'Italie, l'Espagne, le Portugal, la Grèce, la Belgique, les Pays-Bas, le Luxembourg, l'Irlande, l'Autriche et la Finlande. Les sondeurs d'avenir entrevoyaient un monde monétaire international tripolaire : dollar, euro et yen. En fait, deux monnaies le dominent comme monnaies de transaction, de réserve, d'ancrage ou d'intervention : le dollar et l'euro. Il est donc bipolaire. L'importance internationale des monnaies suit celle des économies. Le dollar et l'euro, monnaies de 12 % de la population mondiale, mais supports de 45 % du PIB du monde, assurent à eux deux entre 75 et 80 % de toutes les opérations monétaires et financières internationales (tableau ci-dessous).

Le dollar et l'euro dans le monde

<i>Millions \$ PPA</i>	<i>% population monde</i>	<i>% PIB monde</i>
États-Unis + Canada <i>dollar</i>	5	23
Europe Est et Ouest <i>euro</i>	7	22
Japon <i>yen</i>	2	7
Chine et Inde	37	20
Autre Asie	24	14
Amérique latine	9	6
Afrique	14	2
Total dollar et euro	12	45
Total autres monnaies	88	55

Source : BCE, 2003.

a) *De petites monnaies marginalisées.* Les autres ex-grandes monnaies, le yen, le sterling et le franc suisse, se trouvent désormais marginalisées, chacune d'entre elles, excepté le yen pour les dettes, entrant au plus pour 5 % dans la plupart des opérations internationales. Enfin, toutes ces monnaies flottent entre elles.

Le rôle international des monnaies

	<i>Dollar</i> (en %)	<i>Euro</i> (en %)	<i>Yen</i> (en %)
Actions émises	45	40	7
Dettes à court et long terme	44	30	13
Change comptant (spot)	42	20	13
Énergie et matières premières	85-90	10-15	
Réserves de change	68	13	5

Source : BCE, 2003.

La plupart des monnaies secondaires sont aussi flottantes : les couronnes danoise et suédoise dans l'Union européenne ; le zloty polonais et le rouble russe à l'est de l'Europe ; le real brésilien et les pesos argentin ou mexicain en Amérique du Sud ; le bath thaïlandais et le won coréen dans le Sud-Est asiatique (SEA), le rand sud africain et le dollar israélien. Ces monnaies ne sont pas directement convertibles entre elles, mais par l'intermédiaire d'une monnaie *véhicule*, le plus souvent le dollar. Ainsi, un Argentin acheteur de roupies indiennes devra se procurer des dollars, puis les échanger contre des roupies. Sauf en Europe où on passe de la couronne suédoise au lev bulgare par l'euro. De rares monnaies restent liées par des taux de change fixes au dollar : le yuan chinois et le dollar de Hong Kong. De micro états, le Salvador et l'Équateur, utilisent le dollar comme monnaie nationale ou émettent leur base monétaire en contrepartie de leurs réserves en dollar. Les Émirats arabes ancrent leur monnaie sur les DTS

(Doits de tirage spéciaux, un panier de dollar, euro, yen et sterling, émis par le FMI), mais *de facto* sur le dollar. D'autres font de même vis-à-vis de l'euro : l'Estonie et la Lituanie, la Bulgarie et le Kosovo ; enfin les quatorze pays de l'ancienne zone franc CFA. Les autres monnaies du monde, soit près des trois quarts de l'humanité, restent *de facto* inconvertibles, même si elles se définissent soit en dollar, soit en euro.

b) *Quelles monnaies pour l'Asie ?* La grande inconnue reste le devenir des monnaies asiatiques : le yuan chinois surtout, monnaie d'un pays abritant 20 % de la population mondiale, qui s'ouvre au commerce international et entre dans l'OMC, en forte croissance et qui accumule les excédents commerciaux et les réserves de change. Le yuan ne saurait rester marginal.

2. Quand dollar et euro dominant. – Le monde monétaire, autrefois multipolaire, est devenu bipolaire et asymétrique. On y trouve un dollar universel, un euro régional et des réserves de change asiatiques.

a) *Un dollar universel.* Le dollar reste la monnaie universelle. Les États-Unis l'utilisent comme instrument de leur puissance et de leur hégémonie financière. Il bénéficie d'un effet de réseau : étant partout accepté comme monnaie de paiement, les marchés de la dette en dollar sont les plus liquides et les plus larges, donc son usage est moins coûteux ; la moitié des billets verts (pour les deux tiers de leur valeur) circulent hors des États-Unis, en Russie, au Moyen-Orient, en Amérique latine, contre 8 % des billets européens ; on l'utilise pour fixer les prix et régler les opérations sur les marchés de base : matières premières, énergie, aéronautique, informatique ; la majorité des réserves des banques centrales sont des dollars. Les États-Unis attirent les capitaux par leur croissance potentielle supérieure à celle de l'Europe. Enfin, la force du dollar

vient de son usage croissant en Asie, au détriment du yen, la zone de forte population et de plus forte croissance dans le monde, d'où l'euro est absent, excepté dans les réserves de quelques banques centrales récemment. En contrepartie, la faible croissance potentielle de l'Europe, l'absence de structure politique lui conférant de la visibilité rendent l'euro moins attirant pour les détenteurs de capitaux. La naissance de l'euro et la décrépitude de l'économie japonaise au cours des années 1990 font soudain perdre au yen son statut de troisième monnaie mondiale et semblent le condamner à rester une monnaie nationale. La *Bank of Japon* se dit d'ailleurs opposée à le voir s'internationaliser pour conserver toute sa liberté de manœuvre interne.

b) *Un euro européen*. Le jeune euro, lui, apparaît comme une monnaie régionale : les pays dont le commerce s'intègre à celui de l'Union européenne l'utilisent de plus en plus. Sa zone d'influence étant les pays scandinaves, les pays d'Europe centrale et orientale (Pecos), les Balkans, l'Afrique du Nord (Maroc et Tunisie), le Royaume-Uni et la Suisse ; 20 % des dépôts bancaires à Londres sont libellés en euro. Le Montenegro et le Kosovo ont adopté l'euro comme monnaie nationale. La zone euro intégrera les monnaies danoise et suédoise, celle de la Hongrie qui s'y prépare, et, sait-on jamais, la livre sterling ? Par exemple, les monnaies à taux de change fixe des Pecos au cours des années 1990 étaient ancrées sur un panier de monnaies contenant surtout du dollar et du mark ; aujourd'hui, celles qui ne flottent pas le sont sur l'euro. D'où sa modernité si ce modèle de monnaie régionale était appelé à se diffuser. Mais aucun gouvernement de l'Europe n'en fait l'instrument de sa puissance et la Banque centrale européenne (BCE) dit attendre du seul marché qu'il détermine son rôle international. Elle ne conçoit pas l'euro comme instrument de puissance.

c) *Des réserves de change asiatiques.* En juin 2003 les banques centrales en détenaient environ 2 260 milliards de dollars. Au début des années 1980, la majeure partie de ces réserves étaient en Europe ; aujourd'hui elles sont en Asie : 70 % (tableau). Alors que le dollar et l'euro supportent 80 % des opérations internationales, leurs banques centrales disposent de 18 % des réserves de change mondiales. Le Japon, puis la Chine ont en effet acheté des dollars pour empêcher leurs monnaies de s'apprécier, puis les ont placés en titres d'État aux États-Unis. L'attitude de ces pays sera donc déterminante pour le financement futur des déficits américains, surtout du gigantesque déficit commercial (- 5 % du PIB en 2003). Les pays d'Amérique latine et la Chine semblent détenir de plus en plus d'euros ; une baisse brutale du dollar pourrait les inciter à diversifier pour de vrai leurs réserves. On notera le faible montant de ces réserves mondiales : un stock de 2 260 milliards de dollars à comparer au flux du commerce international : 7 500 milliards de dollars par an, et surtout à celui des opérations *quotidiennes* de change : 1 500 milliards de dollars.

Les réserves de change

Chine, Hong Kong, Inde	512 (<i>Chine/Hong Kong, 434</i>)
Japon	543
Autre Asie	500
Total Asie	1 555 = 70 %
Amérique du Sud	158
Russie	61
Moyen-Orient	70
Total Asie et autres	1 844 = 82 %
États-Unis	83
Zone euro	332
Total États-Unis et Zone euro	415 = 18 %

Source : FMI, juin 2003 ; milliards de dollars.

3. Qu'est-ce qu'une monnaie ? – Une monnaie est une créance liquide de son détenteur sur son émetteur. Elle représente un pouvoir d'achat immédiat. Les monnaies nationales sont émises par les banques et par les États et les devises par l'étranger. Des liquidités sont mises à la disposition des banques par la banque centrale : la base monétaire. Les banques créent plus de 80 % de la monnaie dans les pays développés. Un petit modèle confirme l'importance du multiplicateur des crédits et des dépôts dans la création de l'agrégat de monnaie le plus liquide, M1, utilisé pour les transactions dans la zone euro.

Encadré 1. – Un petit modèle pour la zone euro

Lorsque la banque centrale accorde un montant M0 de liquidités aux banques, celles-ci peuvent offrir un montant M1 supérieur de monnaie aux ménages et aux entreprises, compte tenu du coefficient multiplicateur des crédits et des dépôts :

$$M1 = k \times M0$$

avec $k = 1/(r + b - rb)$ si r = pourcentage de réserves bancaires par rapport aux dépôts et b = pourcentage de billets dans M1.

Dans la zone euro en 2001 :

$b = 15\%$ et $r = 15\%$. Donc :

$k = 1 / (0,15 + 0,15 - 0,02) = 3,57$. On trouve alors :

M1 offert = $615 \times 3,57 = 2\,196$ Mds euro, alors que :

M1 constaté = $2\,260$ Mds euros, soit une valeur proche.

Le modèle, bien que simpliste, est explicatif.

La banque centrale peut donc contrôler l'offre de monnaie des autres banques en faisant varier M0 et r ; pour limiter l'inflation, elle réduira M0 et augmentera r . On trouve là le principe des politiques quantitatives monétaristes.

Le rôle de l'État dans la création monétaire tend à diminuer et celui des entrées nettes de devises varie selon l'ampleur des excédents ou déficits de la balance des paiements. Le volume émis M doit être suffisant pour servir de contrepartie aux transactions compte tenu de l'inflation P , de la vitesse de circulation de la monnaie V et de l'activité économique réelle Y_r . La Banque centrale européenne chiffre ce besoin ainsi en variation annuelle d :

$$dM = dY_r + dP - dV,$$

soit avec une croissance potentielle de + 2 à + 2,5 % par an, un objectif de hausse des prix maximale de + 2 % et une vitesse diminuant de - 0,5 % par an, le besoin de monnaie supplémentaire à moyen terme est estimé à :

$$dM = 2/2,5 \% + 2 \% - (- 0,5 \%) = + 4,5 \% \text{ par an.}$$

a) *Le pouvoir d'achat interne* de la monnaie nationale est défini comme l'ensemble des biens, services et actifs que l'unité monétaire permet de se procurer. Il évolue comme l'inverse du niveau général des prix, en général mesuré par l'indice officiel des prix.

Trois de ces prix revêtent une importance cruciale : 1) celui des *actifs financiers*, 2) celui des *biens immobiliers*, et 3) celui des *matières premières*. Leurs variations déclenchent des effets de revenu et se répercutent sur la perception du bien-être par les groupes sociaux. Comment financer un projet à long terme quand le cours des actions s'effondre ? Comment se loger quand le prix des appartements explose ? Comment organiser une économie quand le prix du pétrole triple ?

b) *La valeur d'une monnaie* dépend de son aptitude à remplir les quatre fonctions classiques : 1) intermédiaire des échanges, qui permet d'éliminer le troc et favorise la spécialisation des tâches, donc accélère la

croissance économique ; 2) instrument de réserve des valeurs dans le temps, qui favorise l'épargne ; 3) étalon de mesure des valeurs et des prix relatifs, pour faciliter le calcul économique et les anticipations ; enfin 4) moyen d'accumulation du capital qui finance l'investissement.

Quand les monnaies sont inconvertibles ou instables, les prix relatifs et par pays ne peuvent se mesurer qu'en termes réels selon le principe de la valeur travail de D. Ricardo utilisé par J. Fourastié.

$$\begin{aligned} & \text{Prix réel en mois de travail} \\ & \qquad \qquad \qquad = \text{prix nominal/salaire moyen.} \end{aligned}$$

Le tableau ci-dessous en fournit un exemple saisissant pour comparer le prix des voitures (de base) françaises et russes qui illustre les progrès de productivité et les différences de pouvoir d'achat du travail national.

Prix réel des voitures en France et en Russie

<i>France</i>	<i>1980</i>	<i>1990</i>	<i>1999</i>
(1) Prix moyen	70 000 F	60 000 F	50 000 F
(2) Salaire moyen par mois	5 300 F	7 250 F	8 055 F
(3) = (1)/(2) Prix en mois travail	13 mois	8,2 mois	6,2 mois
<i>URSS/Russie</i>			
Prix roubles/\$	18 000 R	23 500 R	8 000 \$
Salaire/mois	168 R	274 R	140 \$
Prix en mois	110 mois	92 mois	57 mois

Les déséquilibres monétaires, telle l'inflation, ruinent la confiance. Or, les monnaies modernes sont fondées sur la confiance dans la dynamique des hommes et de la nation, ce dont les banques centrales actuelles sont redevables. Sinon, la monnaie du pays le plus riche en facteurs de production, la Russie, serait la plus forte. Or, elle figure parmi les plus faibles.

c) *Le pouvoir d'achat externe* de la monnaie dépend de son régime de change, donc de sa convertibilité et de son taux de change par rapport aux autres devises. Les monnaies des pays non développés et/ou non démocratiques ne sont pas convertibles ; l'accès de leurs citoyens aux produits étrangers s'en trouve bloqué. Qu'apporte un visa sans les devises permettant de survivre en voyage ? Comment se soigner quand le prix des médicaments, achetés en dollar, augmente de 40 % ? La variation des taux de change modifie aussi la valeur du travail national, des exportations et de l'endettement du pays.

La stabilité, ou l'instabilité monétaire, interne et externe, est donc un grand chapitre du Contrat social national, qui façonne les rapports entre les nations. Cette double stabilité constitue un précieux « bien public » dans les relations entre les générations et entre les groupes sociaux ou économiques. Comment s'est déroulée cette quête de la stabilité monétaire dans le monde moderne ?

4. En quête de stabilité. – L'histoire de la stabilité monétaire commence en Angleterre à la fin des guerres napoléoniennes, par deux événements : 1 / *Le Coinage Act* (loi sur l'émission des pièces) définit la livre sterling par un poids d'or ; les pièces anglaises deviennent convertibles en or en 1821 ; 2 / Un débat théorique fondamental oppose alors les tenants de deux conceptions de la monnaie. La *Currency school*, menée par David Ricardo, considère la monnaie comme exogène à l'économie réelle et recommande d'en contrôler l'émission, c'est-à-dire d'agir sur le volume de monnaie offert par la banque centrale et les banques. La *Banking school*, animée par John Stuart Mill, soutient au contraire que la monnaie est endogène à l'économie et préconise de laisser la demande de liqui-

dités générée par l'activité économique déterminer le volume de la monnaie, refusant ainsi tout encadrement monétaire. La Banque d'Angleterre, fondée dès 1694, prendra parti pour la première conception mais adaptera son action au fil du temps de manière pragmatique.

Surtout, l'Angleterre imposera au monde développé l'étalon-or, censé garantir les deux stabilités, interne et externe. De nouvelles monnaies se créent alors avec l'émergence des nations : la lire italienne en 1862 et le mark allemand en 1876. Autour des années 1870, tous les pays s'industrialisant se rallieront à l'étalon-or : la krona suédoise en 1873, la marka finlandaise en 1877. Les États-Unis définissaient leur monnaie à la fois en argent et en or depuis le début du siècle. La France, la Suisse, l'Italie, la Belgique et les Pays-Bas créeront une Union monétaire latine de 1865 à 1876, utilisant des pièces communes rattachées aux deux métaux : un ancêtre mort-né de notre euro ? Ces tenants du bimétallisme se heurteront à la vieille loi de Gresham, connue dès le XVI^e siècle : *La mauvaise monnaie chasse la bonne*. Lorsque deux monnaies circulent ensemble on se débarrasse de la moins prisée. L'extraction d'or et d'argent ne suivant ni le même rythme ni celui de la production mondiale, leur prix relatif fut tour à tour surévalué ou sous-évalué, et en tout cas différent du rapport légal : 1 g d'or pour 15 g d'argent. Et le bimétallisme, cette originalité, fut abandonné.

Le XIX^e siècle, entre 1816 et 1914, connut à la fois la stabilité interne et externe des monnaies. Certes des paniques bancaires dévastatrices secouaient cette harmonie : 1873, 1884, 1896, 1907. Certes, les prix subirent des périodes de hausse puis de baisse comme l'illustre le tableau ci-contre. Certes la convertibilité or fut suspendue lors des crises comme en 1848 et 1870. Mais les monnaies restèrent remarquablement stables

à long terme dans tous les pays au cours du siècle : les prix augmentèrent en moyenne de 1 % en Allemagne, de 0,5 % en France et diminuèrent de 0,5 % aux États-Unis. De même les taux de change entre les grandes monnaies, à l'exception des monnaies d'Amérique latine ou du Japon, firent preuve d'une grande stabilité. La parité du franc germinal en or, fixée en 1803 à 0,3 g d'or, dura jusqu'à 1914. Celle du dollar, fixée à 20,69 \$ l'once d'or, durera jusqu'en 1933. Les taux de change ne s'écartèrent pas de 25 F par livre sterling et de 5,2 F par dollar pendant un siècle.

Les cycles des prix des pays industriels

<i>Hausse des prix</i>	<i>Baisse des prix</i>
1789-1814	1815-1847
1847-1866	1867-1896
1897-1920	1921-1940 déflation
1940-1980 inflation	1981-2002 désinflation

De cette époque datent le rêve de la stabilité monétaire et la fascination pour les mécanismes automatiques capables de la promouvoir. Faut-il l'imputer à la double vertu de l'étalon-or ?

En partie. Bien sûr, le lien entre le sterling et l'or joua un rôle crucial. Et surtout la sagesse de la Banque d'Angleterre et des banquiers de la City de Londres conférait à la monnaie dominante, le sterling, un pouvoir d'achat stable. Le taux de réescompte anglais influençait les taux d'intérêt de tout le monde industriel. L'empire colonial anglais stimula la diffusion du sterling et la puissance industrielle du Royaume en fit le principal instrument monétaire et financier du commerce international. Les pays industriels vivaient sous le régime de l'étalon sterling à la fin du XIX^e siècle. Enfin la Grande-Bretagne, n'ayant connu

aucune invasion, se trouvant à l'origine du progrès technique et économique et de sa diffusion, parut un modèle de sécurité géopolitique et attira les capitaux du monde entier. En outre, le monde ne connut aucun choc de grande ampleur pendant le XIX^e siècle. Le statut de la livre permit même à l'Angleterre, découvrant *le déficit sans larmes* un siècle avant les États-Unis, de financer sans souffrance l'important déficit de ses échanges extérieurs entre 1900 et 1913. Tous les ingrédients du problème de la stabilité monétaire sont déjà dans cette histoire.

Par contraste, le XX^e siècle, à partir de 1914, comme en politique et dans le domaine militaire, restera le modèle de l'instabilité : instabilité monétaire interne jusqu'en 1980, et externe jusqu'aujourd'hui. L'entre-deux-guerres souffre des deux formes d'instabilité extrême : l'hyperinflation et la déflation. La Grande Guerre sonne le glas de la livre sterling comme monnaie internationale et la Deuxième Guerre mondiale consacre le dollar à sa place. Les deux conflits imposent aux Européens de renoncer à l'étalon-or faute de réserves. Les États-Unis le font en 1971 pour la même raison. Le monde développé connaît alors une période d'instabilité interne et d'inflation de 1945 à 1980, accentuée par les deux chocs pétroliers, puis une forte instabilité externe, avec des ajustements récurrents de taux de change jusqu'à nos jours. La seconde moitié du XX^e siècle voit émerger de nouvelles monnaies convertibles, en Amérique latine et en Asie, puis dans les pays d'Europe centrale et orientale libérés du communisme. La suprématie du dollar s'affirme et l'euro naît en 1999.

À partir de 1980, un siècle après la généralisation de l'étalon-or, l'Europe et une majorité de pays ayant une monnaie convertible arrêtent un mécanisme régulateur moderne inspiré de celui des États-Unis : une

Encadré 2. – La double vertu de l'étalon-or.

Analysé par David Ricardo au début du XIX^e siècle l'étalon-or reste un modèle pour garantir en principe la stabilité interne et externe des monnaies y adhérant. Il instaure la convertibilité des monnaies entre elles, la quasi-stabilité de leur taux de change et constitue un régulateur automatique de l'émission interne de monnaie, protégeant ainsi de l'inflation comme de la déflation. La stabilité interne résulte du lien mécanique entre l'émission de monnaie et le stock d'or de la banque centrale. Quand le volume de billets augmente trop vite, les prix internes croissent et la compétitivité des produits nationaux s'érode. Un déficit des échanges extérieurs apparaît. Il peut être réglé soit en sterling, soit en or. Le régler en livres fait baisser le taux de change ; dès que le taux dépasse la valeur du sterling en or (plus des frais de transport), les débiteurs préfèrent payer en or – Point de sortie d'or. Les réserves d'or nationales diminuent donc et la croissance du volume de monnaie ralentit jusqu'à ce que les prix retrouvent leur niveau d'origine. Et réciproquement en cas d'émission trop lente : les prix en baisse rendent les produits nationaux plus compétitifs – Point d'entrée d'or – et l'accroissement du stock d'or stimule la création monétaire. J. S. Mill avait déjà montré comment une banque centrale peut protéger ses réserves d'or en augmentant le taux d'intérêt national pour attirer des capitaux étrangers. On trouve là le fondement des politiques monétaires modernes. La stabilité externe résulte, elle, de la définition de chaque monnaie par un poids d'or fixe. Le taux de change de deux monnaies entre elles varie alors entre les points d'entrée et de sortie d'or, c'est-à-dire peu. Il reste proche du rapport entre leur valeur exprimée en leur poids d'or respectif. À l'intérieur des points, le taux de change est flexible, permettant des ajustements à court terme.

banque centrale indépendante chargée de la politique monétaire et de la stabilité interne, contrôlant l'offre de monnaie ou le niveau d'inflation et qui sait éviter que les krachs financiers ne dégénèrent en déflation. L'inflation semble terrassée partout, même dans les pays émergents. Mais la stabilité monétaire ne garantit pas la stabilité financière : la volatilité des marchés immobiliers et financiers reste incontrôlée et dégénère en déflation dans certains pays en développement ou au Japon.

Surtout, cinquante années d'efforts pour atteindre la stabilité externe des monnaies depuis la Deuxième Guerre mondiale, avec les accords de Bretton Woods en 1944 puis les accords du Plaza et du Louvre en 1985 et 1987, ont fait long feu. L'instabilité externe, celle des taux de change, caractérise de plus en plus les relations entre des monnaies qui flottent les unes par rapport aux autres. Pourquoi notre euro a-t-il perdu 30 % de sa valeur après sa naissance ? Deviendra-t-il fort ou faible ? Les Européens vivent mal cette instabilité. Les pays en développement plus encore.

Voyons maintenant ce que sont les déséquilibres monétaires internes : inflation, déflation, bulles financière et immobilière, où, pourquoi et comment ils se sont produits et quels sont leurs effets destructeurs.

Chapitre II

INFLATIONS ET DÉSINFLATION

L'inflation est une hausse générale et continue des prix, des revenus et de la valeur des actifs. Une hausse temporaire ou limitée à un secteur n'est pas de l'inflation ; 3 % de hausse des prix non plus. La désinflation est son inverse : l'inflation qui se résorbe. Les graphiques 1 et 2 illustrent les quatre visages de l'inflation. *a)* Elle a frappé surtout les pays en développement (PED), nos inflations sont mineures en comparaison. *b)* Les fortes inflations résultent de chocs externes à l'économie : les deux guerres mondiales, les guerres de Corée en 1950 et du Vietnam en 1964, les deux chocs pétroliers de 1973 et 1979. Le graphique 3 consacré à l'inflation en France montre aussi des inflations d'après guerre importantes. *c)* Les Trente Glorieuses (1945-1985) ont connu une inflation rampante et croissante, sans retour à la stabilité des prix. *d)* Une désinflation générale s'est produite à partir de 1980. Au début du XXI^e siècle, l'inflation semble avoir disparu partout, d'abord dans les pays avancés au cours des années 1980, puis dans les PED et dans les Pecos à la fin des années 1990. Si bien que, aujourd'hui, la hausse des prix converge vers un niveau inférieur à 5 %, six pays (tableau ci-dessous) faisant exception :

Pays avec inflation en 2003

Argentine	20 %	Afrique du Sud	9 %
Brésil	17 %	Turquie	30 %
Venezuela	33 %	Russie	15 %

Chiffres OCDE, juin 2003.

Les causes de l'inflation sont multiples.

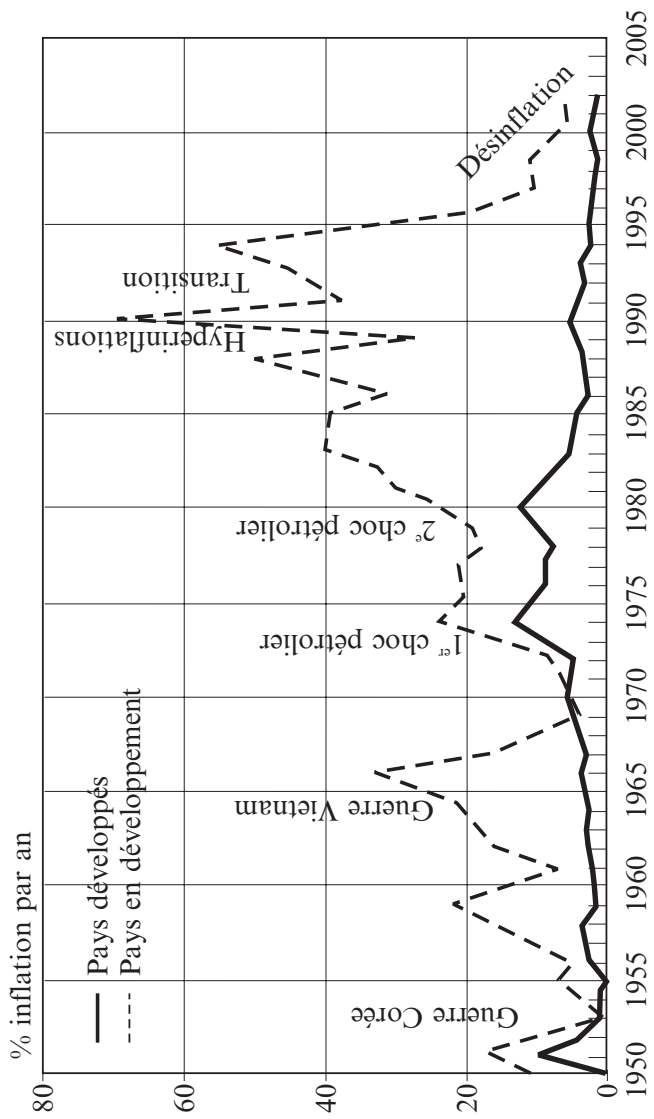
1. Le rôle de la création monétaire. – Les monétaristes y voient la cause première. Milton Friedman dit : « L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire. » La théorie quantitative de la monnaie avancée par Irving Fisher dès 1911 s'écrit (avec M la quantité de monnaie, V sa vitesse de circulation, P le niveau général des prix et T les transactions) :

$$MV = PT$$

Sous les deux hypothèses que les transactions ne soient pas influencées par la monnaie (dichotomie des sphères monétaire et réelle) et que la vitesse soit constante à long terme, le niveau général des prix, donc l'inflation dépend dès lors de la croissance de la masse monétaire. En variations :

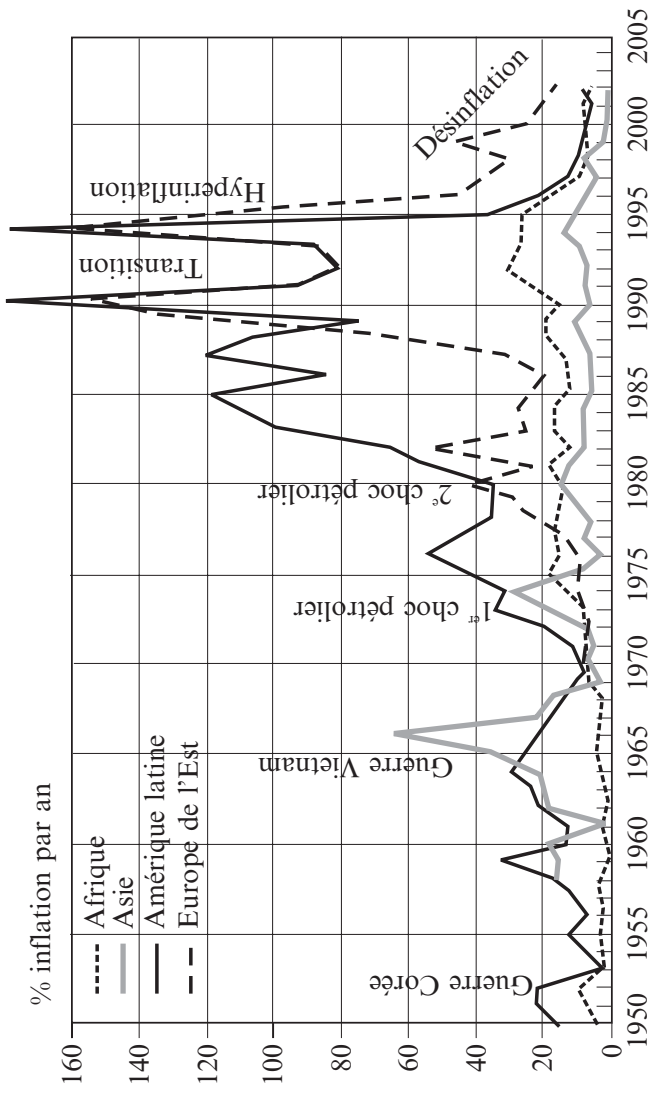
$$dP \leftarrow dM \text{ à long terme.}$$

L'histoire fournit d'admirables exemples de ruptures brutales de l'émission monétaire ayant provoqué l'inflation des prix. L'afflux d'or en Espagne à la suite de la découverte des Amériques par Cortes à la fin du xv^e siècle a fait quadrupler les prix dans ce pays et se propager une inflation touchant les autres pays à proportion de leurs liens commerciaux avec l'Espagne : Flandres par Anvers, France et Italie du Nord, Angleterre. L'effet, triplement des prix en Europe et baisse des salaires réels, s'en épuise vers 1620. Les ruées vers l'or en Californie au milieu du xix^e siècle puis au Transvaal au début du xx^e siècle eurent des effets moindres et moins durables, mais comparables. Les *assignats*, créés en 1790 par le gouvernement révolutionnaire et gagés sur les Biens nationaux, puis les *mandats territoriaux* créés par le Directoire en 1796, émis en volume trop important, perdirent leur va-



Graphique 1. – L'inflation : pays développés et en développement

Chiffres : Rexecode.



Graphique 2. – L'inflation : pays en développement

Chiffres : Rexecode.

leur et leur pouvoir d'achat en quelques années. 40 000 millions de livres d'assignats furent émis. 1 000 livres d'assignats qui valaient 340 livres de métal or à leur création valaient 10 sous en 1796 ! Les mandats territoriaux, eux, se démonétisèrent entre avril 1796 et février 1797 !

L'excès de création monétaire caractérise toutes les inflations. Le consensus règne sur la nécessité de la ralentir pour résorber toute inflation. Mais avec des effets déstabilisateurs sur les taux d'intérêt, donc sur l'investissement et la croissance. Ce sont des politiques quantitatives, inspirées par l'école de Chicago et les néo-quantitativistes, qui ont engendré la désinflation des années 1980 d'abord aux États-Unis puis en Europe et dans le reste du monde.

Cependant le monétarisme ne s'applique plus quand l'inflation a disparu : la relation entre quantité de monnaie et prix, tenue pour l'une des mieux vérifiées par l'observation, devient alors instable. Mais le monétarisme, vilipendé aujourd'hui, revient au galop dès que l'inflation réapparaît. Dans les grandes inflations, la relation quantitative se révèle une condition permissive plus qu'une cause profonde. La genèse des inflations est ailleurs : dans les conflits politiques, sociaux et économiques.

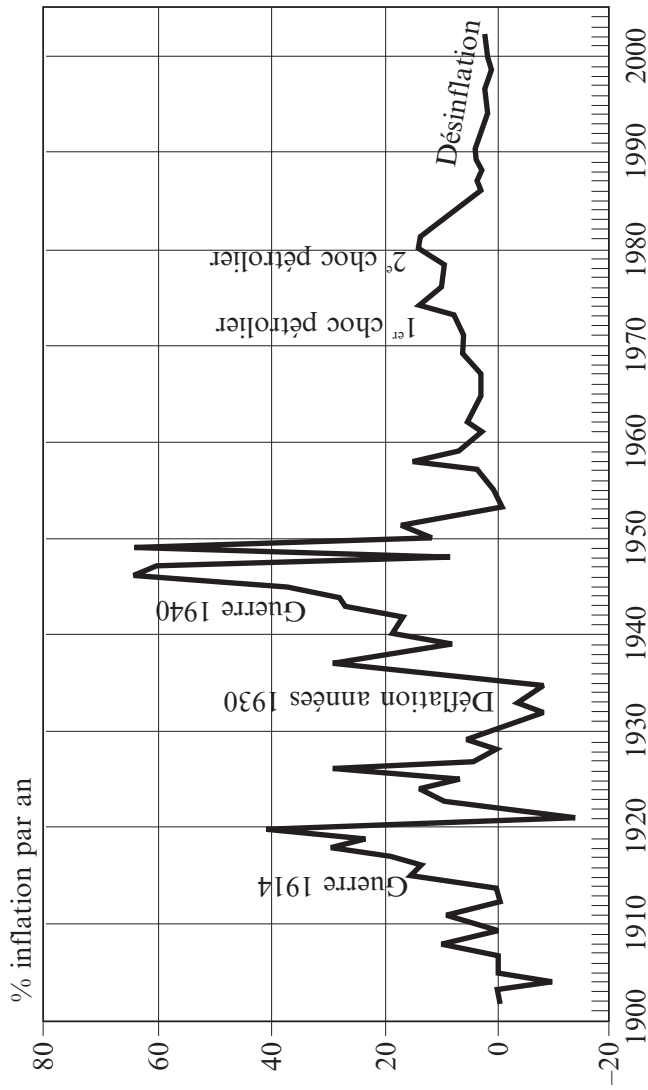
2. L'inflation de guerre. – De la guerre de Sécession aux guerres napoléoniennes ou aux guerres mondiales, les exemples abondent. On en voit l'effet en France sur le graphique 3 : une inflation de 50 à 60 % par an. Les monnaies deviennent alors inconvertibles, le seul garant de la valeur de la monnaie étant l'État, donc sa survie. Une guerre majeure comme la guerre de Sécession se finance par la création monétaire, une guerre mineure, comme celle du Vietnam peut se financer soit par l'emprunt, soit par

l'inflation. Les Américains ayant refusé de financer les opérations au Vietnam par l'impôt officiel, ils du-
rent les financer par l'inflation, impôt indolore sur
les avoirs liquides. Forme extrême du conflit hu-
main, la guerre détourne la capacité de production
d'une nation « du beurre au profit des canons » se-
lon le dilemme de P. A. Samuelson et le gouverne-
ment doit la financer. Il peut augmenter les impôts,
mais se heurte vite à l'effet de ciseau. L'activité ci-
vile, donc la base imposable, s'effondre, alors que la
dépense exceptionnelle à financer explose comme
l'illustre le tableau ci-dessous. Pendant chaque dé-
cennie où les États-Unis s'engagèrent dans une
guerre, la croissance de la masse monétaire et celle
de l'inflation furent exceptionnelles. La guerre civile
de 1861-1865 a coûté 84 % de leur PIB aux Nordistes
et 170 % du leur aux Sudistes, soit au total 105 % de
la richesse nationale de l'époque. Les *call certificats*
émis par les Confédérés et les *greenbacks* émis par
les Nordistes pour la financer se dévalorisaient à
proportion du montant émis et du déplacement du
front des opérations militaires.

Croissance monétaire et inflation de guerre aux États-Unis

Époque		Croissance monétaire (en %)	Inflation (en %)	Coût PIB (en %)
Décennie 1770	guerre Sécession 1775-1783	+ 150	+ 50	63
Décennie 1860	Guerre civile 1861-1865	+ 130	+ 47	105
Décennie 1910	Grande Guerre 1914-1918	+ 155	+ 53	24
Décennie 1940	2 ^e Guerre mondiale 1940-1945	+ 170	+ 56	130

Source : M. Friedman et A. Schwartz, 1963.



Graphique 3. – L'inflation en France au XX^e siècle

Chiffres : INSEE.

La Deuxième Guerre mondiale a coûté 130 % du PIB américain. L'État peut alors emprunter l'épargne disponible en émettant des titres de la dette publique, souvent avec souscription forcée : « l'emprunt patriotique ». Il peut aussi avoir recours à la création monétaire. Le roi faisait « fondre l'argenterie et les bijoux de la couronne ». Dès lors les prix augmentent, la monnaie se déprécie, avec elle les avoirs liquides et une partie de l'épargne, surtout celle collectée par les pouvoirs publics pour être remboursée après la guerre. L'inflation est donc un impôt forcé sur les liquidités et sur les revenus. Les citoyens réduisent leur consommation tout comme s'ils avaient payé un impôt. Keynes a montré comment éviter en partie cette forme d'inflation en bridant la consommation par les tickets de rationnement et les files d'attente qui sont une forme alternative de l'inflation dans un texte célèbre : *How to pay for the war* (1940). Le pouvoir d'achat de la monnaie en est réduit autrement.

Le degré de dévalorisation de la monnaie dépend dès lors de la crédibilité du gouvernement à l'égard de qui elle constitue une créance. De fascinants travaux récents montrent comment la valeur des titres de la dette publique varie selon « les nouvelles du front » donc avec la crédibilité et les perspectives de survie de l'État émetteur. Pendant les deux guerres mondiales les grandes batailles de 1914-1918, puis l'*Anschluss* et l'invasion des pays européens par l'armée hitlérienne ont fait augmenter la valeur de la monnaie allemande, alors que l'entrée en guerre des États-Unis dans les deux cas puis leur débarquement inversent la situation, faisant s'effondrer la valeur des titres publics allemands et se redresser celle des titres français. Exemple extrême : les emprunts russes qui, en perdant toute valeur lors de l'effondrement du régime tsariste,

ruinèrent les épargnants français. La guerre du Vietnam en 1964-1972 coûta 12 % du PIB à l'Amérique et provoqua un peu d'inflation ; celle du Golfe en 1991 coûta seulement 1 % du PIB et la dépense fut supportée par les Émirats, le Japon et l'Allemagne ; aucune inflation n'en résulta donc.

Les inflations dues aux guerres majeures font disparaître l'épargne individuelle et collective. Ainsi, celle de 1939-1945 a-t-elle détruit les actifs des régimes de retraite français par capitalisation qui durent être remplacés par des régimes par répartition en 1945.

Cette inflation-là a un bel avenir devant elle. Toute guerre civile ou extérieure la fait réapparaître. On en imagine l'effet sur les monnaies de l'Inde et de la Chine si un conflit majeur éclatait en Asie. Les pays en développement continueront à la subir. La lutte contre le terrorisme fait augmenter les dépenses militaires américaines depuis 2001. Le budget de l'État américain, excédentaire, devenait déficitaire depuis 2002. Avec une politique monétaire accommodante, on peut s'attendre à une hausse des prix, de 2 à 3 % si le conflit reste limité par rapport à la dimension de l'économie américaine. Si les Américains s'enlisent au Moyen-Orient, l'inflation réapparaîtra.

3. L'inflation par la dépense publique. – Forme mineure de la précédente, elle résulte d'un conflit entre l'État et la société civile. Chacun cherchant à s'approprier une part plus importante des fruits de la croissance. L'État finance ses dépenses par l'impôt indolore, l'inflation. C'est « le seigneurage ou le déficit sans larmes ». Il obtient des avances directes de la banque centrale : forme moderne de la « planche à billets ». Cette pratique est contraire aux principes de la démocratie, puisque cet impôt sur les liquidités

échappe au contrôle du Parlement, l'un des fondements des régimes démocratiques. Elle incite le monde politique à tous les abus : hypertrophie du secteur public comme en France pendant les Trente Glorieuses ; rémunération excessive des fonctionnaires comme en Amérique latine ; subventions aux entreprises publiques déficitaires et aux grands combinats d'État comme en Russie.

L'exemple historique reste celui du financement du réarmement de l'Allemagne à partir de 1933, grâce au réescompte des traites émises par les entreprises d'armement par la *Reichbank*. Ainsi, les dépenses militaires sont-elles passées de 4 % du budget du *Reich* en 1933 à 50 % en 1938, l'industrie de l'armement représentant 28 % du PIB allemand contre 7 % en France.

Le financement monétaire du déficit public incite au développement tentaculaire des entreprises publiques, au détriment des créations d'activités privées (effet d'éviction) ; il favorise la formation des complexes militaro-industriels propres aux régimes dictatoriaux. C'est pourquoi les grands pays démocratiques limitent ou interdisent le financement monétaire du déficit public : pomme tendue à l'Adam politique, cette inflation tend à disparaître en Occident, le financement monétaire du déficit public étant passé de 1 à 2 % du PIB avant 1980 à une part négligeable aujourd'hui dans l'OCDE.

Par exemple, le Parlement français fixait un montant maximal aux avances directes de la Banque de France à l'État ; les textes fondateurs de la banque centrale européenne lui interdisent de monétiser les déficits publics. Ainsi se justifient l'indépendance des banques centrales vis-à-vis des pouvoirs publics et leur réticence à l'égard des déficits et de l'endettement publics. Et aussi le « Pacte de stabilité et de croissance »

de la zone euro, même s'il est mal rédigé, pour conforter la stabilité de l'euro.

A contrario, le Japon tente de sortir de la déflation depuis 2002 en augmentant la hausse des prix par cette voie. La *Bank of Japon* a acheté des obligations à long terme, créant de la monnaie pour financer le tiers du déficit gigantesque de l'État (- 8 % du PIB). Elle a aussi acheté des actions détenues par les banques pour les aider à se restructurer. Ces politiques poussent gouvernement et banques à soutenir des entreprises moribondes et coupent l'herbe sous le pied des créateurs d'entreprises privées dynamiques. La base monétaire (monnaie créée par la banque centrale) augmente au rythme de + 25 % par an, fait exceptionnel. Sans succès apparent puisque la masse monétaire au sens large croît seulement de + 3,5 % et que le crédit, lui, continue à stagner ainsi que l'activité.

4. L'hyperinflation. – C'est une inflation cumulative et incontrôlée, une hausse des prix supérieure à 50 % par mois selon le critère classique de P. Cagan, telle que les anticipations et les décisions des citoyens se prennent à un horizon de plus en plus rapproché : un mois, quelques jours. Elle est aussi rare que destructrice pour la monnaie comme pour la société : 1923 en Allemagne et en Europe de l'Est (Pologne, Hongrie, Autriche) ; les années 1970 à 1990 en Amérique latine (Argentine en 1988, Brésil en 1993) ; les années 1990 en Russie. Détruisant la monnaie, elle sera par définition de courte durée.

La hausse des prix a atteint jusqu'à 1 000 % puis 2 490 % au Brésil en 1992-1993. La mémoire collective européenne reste frappée par l'image des brouettes de billets dans l'Allemagne de 1923 ou celle des chauffeurs de taxi s'arrêtant au café pour lire au *printing* le nombre

Encadré 3. – L'inflation de transition

On assimile parfois par erreur les inflations de transition entre le communisme et le libéralisme du début des années 1990 à l'hyperinflation. Dans les pays communistes les prix étaient fixés par l'administration et stables en apparence. L'écart entre la demande et l'offre, inflation réprimée, se manifestait par les pénuries, les files d'attente dans les magasins et le marché noir. Une épargne importante s'accumulait : environ la moitié du revenu national. Lors de la transition vers le libéralisme les prix furent libérés et les monnaies devinrent convertibles. Le pouvoir d'achat disponible se porta alors sur les produits importés et sur les produits nationaux, insuffisants en volume et en qualité, donc les prix se sont ajustés à la hausse. Une inflation de transition a dévalorisé les monnaies des pays de l'Est pour résorber le pouvoir d'achat et l'épargne. Ainsi la hausse des prix a atteint 80 % par mois en janvier 1990 en Pologne. Mais le tableau ci-contre montre que cette inflation est restée limitée et s'est résorbée en quelques années dans les pays ayant réussi leur transition comme la Pologne ou la Hongrie. Au contraire une hyperinflation historique a ravagé la Russie, l'Ukraine, la Géorgie entre 1990 et 1995 si bien que le rouble s'est démonétisé. Le tableau ci-contre et les graphiques 4 *a* et *b* permettent d'apprécier la différence entre ces inflations de transition et les véritables hyperinflations.

de zéros à ajouter à la somme inscrite au compteur. L'inflation avait bondi de 40 % *par mois* au début de 1923 à 32 000 % en octobre, et le dollar était passé de 200 marks en 1922 à 572 000 000. Un travailleur avisé dépensait son salaire au plus vite.

Hyperinflations et inflations de transition : prix, + %/an

<i>Pays</i>	<i>Hyper-inflations</i>	<i>Pays</i>	<i>Inflations de transition</i>
1973-1994			
Argentine	258 %		
Brésil	268 %		
1990-1994		1990-1994	
Russie	927 %	Tchéquie	23 %
Ukraine	3 361 %	Pologne	43 %
Géorgie	3 820 %	Hongrie	24 %

Source : OCDE, Maddison, 2001.

L'hyperinflation, aspirant la maigre épargne des citoyens ordinaires, a ravagé les sociétés russe et sud-américaines. Elle a fait la fortune d'une minorité et fait basculer toute une population dans la pauvreté. Ces deux zones souffrent d'inégalité et d'absence de classe moyenne, essentielle au développement économique et à la création d'un État de droit démocratique.

L'hyperinflation engendre une course de vitesse entre les anticipations de hausse de prix et les réévaluations de salaires. Elle résulte toujours d'un conflit d'intérêt ou social insoluble par ailleurs. En 1923 de l'exigence irrationnelle de la France : recevoir des réparations d'un montant irréaliste, payables en or, puis de l'occupation de la Ruhr. L'Allemagne a joué la politique du pire en sabordant sa monnaie. En Amérique latine, l'hyperinflation provient de la protubérance du secteur public financé par la création monétaire qui étouffe l'économie privée. En Russie, des conditions politiques et juridiques de la transition, incompatibles avec le libéralisme économique affiché (encadré).

Encadré 4. – Le rouble démonétisé

Rappelons la tragique histoire du rouble. L'hyperinflation a provoqué l'effondrement de sa valeur. Le dollar valait 0,6 rouble en 1989. Après une première dévaluation des neuf dixièmes, le taux de change passe à 10 R/\$, puis atteint 1 000 R/\$ en 1992 et 5 000 en 1995. Un redressement est alors tenté en 1996-1997 : contrôle de la création monétaire, création d'un nouveau rouble = 1 000 anciens roubles ; ancrage du rouble sur le dollar entre 5-6 nouveaux roubles par dollar ; définition d'une parité glissante ajustée à la différence d'inflation entre les pays.

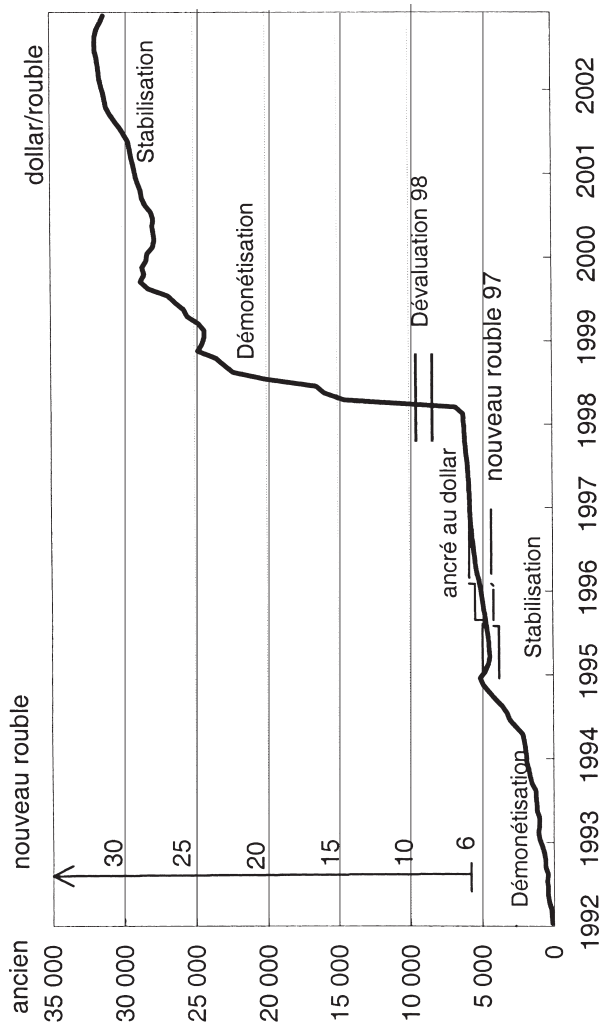
Le rouble et le zloty entre 1990 et 2000

<i>Année</i>	<i>1 \$ = x roubles</i>	<i>1 \$ = y zlotys</i>
1989	1 \$ = 0,6 R	1 \$ = 500 Z
Dévaluation	= 10 R	
1990		Dévaluation 1 \$ = 9 000 Z
1993	= 1 000 R	Nouveau zloty = 10 000 Z
1995	= 5 000 R	1 \$ = 3 Z
1995-1998 : peg glissant		zloty stabilisé
1997	Nouveau rouble = 1 000 R 1 \$ = 5 R	
1998	Dévaluation 1 \$ = 9,5 R	1 \$ = 3,6 Z
1999	= 25 R	= 4,2 Z
2000	= 28 R	= 4,12 Z
2003	= 30 R	= 3,9 Z

Comment en sortir ? Toujours en résorbant la dépense publique et le déficit et en ralentissant la création de monnaie. Souvent en créant une nouvelle monnaie : le *rentenmark* allemand en 1923 ou le *real* brésilien en 1993, le *nouveau rouble* en 1997. Souvent en ancrant cette monnaie à une monnaie elle-même stable comme le dollar par un régime de taux de change fixe ou ajustable, comme le firent l'Argentine en 1991, la Pologne ou la Hongrie à partir de 1990, vis-à-vis d'un panier de monnaies, et la Russie en 1995-1996 vis-à-vis du dollar. Toujours en interdisant à la Banque centrale de faire des avances à l'État. Toujours en rétablissant la confiance : par le plan Dawes de 1924 qui réorganisa les réparations allemandes et imposa les conditions techniques de la stabilité monétaire (Tabatoni, 1999).

Les graphiques 4a et b permettent d'apprécier la différence entre les destins du rouble et du zloty. La valeur du dollar en roubles fut multipliée par 32 000 en dix ans, et la démonétisation a duré dix ans. Le coefficient équivalent pour le zloty est 80 et la monnaie polonaise fut à peu près stabilisée dès 1993 avec la création du nouveau zloty. Le rouble n'a pas pu rester ancré au dollar, alors que le zloty le fut pendant toute la décennie 1990 et flotta sans baisser depuis 2000.

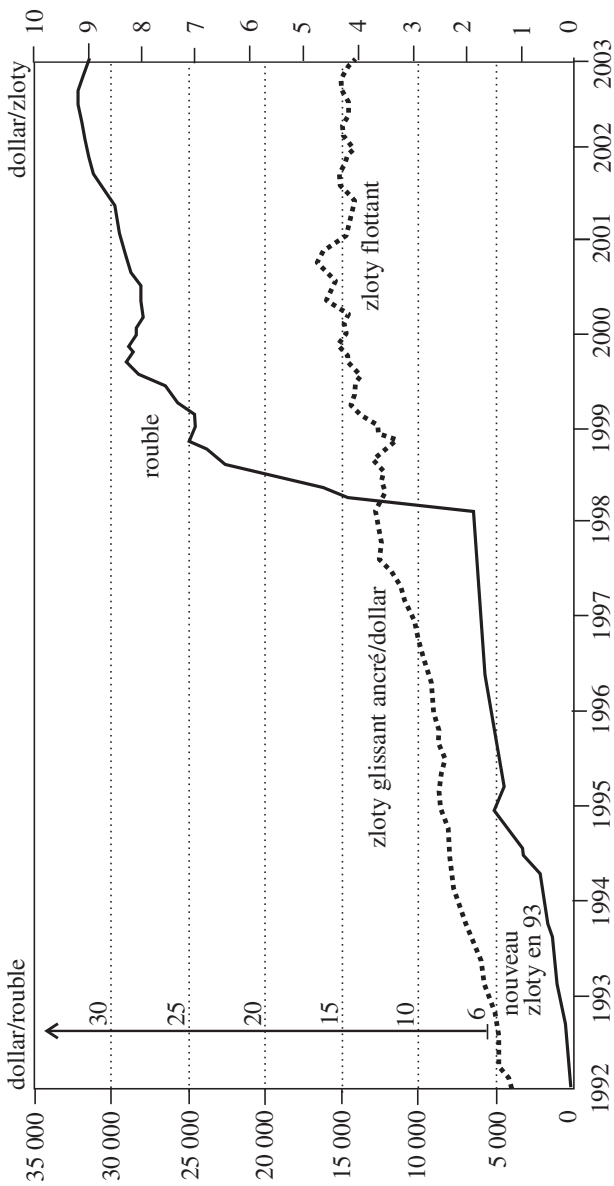
Le taux de change et l'inflation se sont assagis en Russie à partir de 1997. Mais, dans une économie désorganisée, la compétitivité s'érode. En 1998, le rouble est dévalué d'un tiers, ce qui redresse l'économie. Depuis lors, le taux de change est passé à 30 roubles par dollar. La démonétisation du rouble a contribué à déstabiliser la société russe et à bloquer la modernisation de l'économie. Au milieu de la décennie, la moitié des échanges relevait du troc : les entreprises payant leurs salaires avec leurs produits, que leurs employés



Graphique 4a. – Le rouble démonétisé

Lecture : Indique le nombre de roubles nécessaires pour acheter un dollar. La double échelle permet de lire le graphique en anciens et nouveaux roubles

Chiffres : FMI.



Graphique 4b. – Le zloty conforté

Lecture : L'échelle de droite indique le taux de change du nouveau zloty ; attention, elle diffère de celle du rouble à gauche

Chiffres : FMI.

devaient revendre ou échanger sur les marchés, avec de fantastiques pertes de temps et/ou de pouvoir d'achat. Une double inégalité s'est développée. Par l'appauvrissement des retraités et des familles dont les pensions n'étaient pas réévaluées au rythme de l'inflation et de la classe moyenne qui a perdu son épargne. Par la fuite devant la monnaie et la dollarisation. Par l'enrichissement sans cause des Russes travaillant pour/avec l'étranger, payés en dollars ou pouvant placer leur épargne en devises à l'étranger. On mesure le coefficient multiplicateur de pouvoir d'achat de ces avoirs en dollars, estimé en roubles : 32 000 sur la décennie 1990. Enfin par les privatisations accordées contre des avances faites à l'État par les banques, au profit des oligarques (la bande des sept : *Big seven*) qui ont permis aux anciens *apparatchiks* communistes de s'approprier en partie les entreprises d'État productrices de matières premières. L'instabilité monétaire aura déroulé son tapis rouge sous les pieds de l'oligarchie telle que la définit Platon : « Élévation d'une minorité sur la ruine de la multitude. » Les *voucher* (bons d'achat) distribués aux Russes pour financer les privatisations furent vendus pour survivre, puis ramassés par les banques et confisqués à leur profit par les oligarques. « La monnaie est pouvoir », affirmait si justement Marx.

Les résultats sont là : la pauvreté a augmenté de 2 à 40 % de la population russe depuis 1990, soit 60 millions de personnes, dont un enfant sur deux. L'Europe de l'Ouest rencontre ces nouveaux riches russes dans le Midi et aux sports d'hiver ; la Russie, elle, ne sait comment élever ses pauvres enfants qui traînent entre les gares et les rues. Les droits formels de voyager, d'entreprendre, de créer des entreprises furent annihilés par l'inflation, la dévalorisation du taux de change et les entraves à l'accès au crédit. La création

d'entreprises nouvelles ayant été bloquée, la Russie s'est spécialisée dans la production et l'exportation de matières premières, telle une ancienne colonie. Son économie dépend des variations de la demande et des prix mondiaux ainsi que du cours du dollar. Sa production nationale, après avoir fondu de moitié, se compare à celle des Pays-Bas, alors que la Russie compte neuf fois plus d'habitants, comme l'illustre le tableau ci-dessous.

Le paradoxe de la richesse de la Russie et des Pays-Bas

	<i>PIB, Mds\$ 2000</i>	<i>Population, millions</i>	<i>PIB/habitant, \$/an</i>
Russie	330	145	2 250
Pays-Bas	397	16	24 800

Le crédit bancaire finance moins de 5 % des investissements russes. Le secteur des matières premières, dégageant seul des moyens de financement, contrôle peu à peu l'économie en absorbant l'industrie et même les entreprises agricoles.

L'hyperinflation avait déjà engendré les mêmes effets en Amérique latine : disparition des actifs liquides, chute du taux d'épargne ou fuite des capitaux à l'étranger, inégalité extrême des revenus et de la richesse, entrave à la constitution d'une classe moyenne, difficulté d'accès des petites entreprises au crédit, substitution des importations à la production locale, donc faible croissance.

La différence avec les réussites polonaise ou hongroise tient en partie à la stratégie monétaire. La Pologne de Balcerovicz, sur le conseil de Jeffrey Sachs de Harvard, a choisi de rendre sa monnaie partiellement convertible, résorbé l'épargne progressivement, contrôlé son inflation de transition et veillé à réévaluer les

retraites et les allocations de chômage au fur et à mesure de la transition. La Russie a cédé à ses démons internes, soutenant ses combinats d'État et son oligarchie grâce à une banque centrale trop longtemps obéissante puis à la complicité des banques à l'égard du pouvoir politique (Reddaway, 2001).

5. La spirale prix-salaires. – C'est l'inflation des Trente Glorieuses et de la société salariale : une manière implicite de résoudre un conflit entre les entreprises et leurs salariés pour la répartition de la valeur ajoutée ne trouvant pas de solution dans la négociation. On l'appelait aussi inflation par les coûts. Les salariés souhaitant s'approprier une part de la valeur ajoutée supérieure à leur productivité revendiquent une hausse de salaires, grève à l'appui parfois. Si les entreprises cèdent, leur profit s'en trouve compromis. Et si le marché le leur permet, elles le rétablissent en augmentant leurs prix de vente. Les salariés voient dès lors leur pouvoir d'achat amputé et exigent une nouvelle hausse des salaires... On est ramené au cas précédent et une spirale perverse peut déclencher une hausse permanente des prix, donc l'inflation. Les travaux classiques de Phillips et leur interprétation par les monétaristes suggèrent que, si les augmentations de salaires favorisent la consommation, donc l'emploi, à court terme, leur permanence se traduit par un déplacement des courbes de Phillips et par une plus forte hausse des prix, sans effet durable sur le niveau du chômage. M. Friedman a démontré que l'inflation ne peut pas augmenter l'emploi à long terme ; seule une accélération permanente de son niveau le peut et elle débouche alors forcément sur un déséquilibre monétaire majeur, une distorsion des informations et des décisions comme le choix des investissements ou du niveau d'épargne.

La préférence sociale pour une solution contractuelle ou monétaire dépend des anticipations et de la perception de l'inflation. Les salariés peuvent être sujets à l'*illusion monétaire* : préférant une hausse de salaires de + 10 % avec une inflation de 8 % à une hausse de 3 % avec une inflation de 1 %, deux situations augmentant leur pouvoir d'achat d'un même 2 % !

Pendant les Trente Glorieuses, la productivité augmentant en moyenne de + 3 à + 5 % par an, les salariés obtenant des augmentations entre + 8 et + 12 %, l'inflation devait se situer entre + 5 et + 7 %.

Comment en sortir ? En interdisant les indexations de salaires sur les prix et en modifiant les anticipations d'inflation pour arrêter la spirale infernale, parfois aussi à l'aide d'un blocage temporaire des prix. Ces inflations ont disparu dans les années 1970 ou 1980 selon les pays.

6. L'inflation keynésienne. – Elle résulte d'un déséquilibre macro-économique entre l'offre et la demande globales. Plusieurs types coexistent : *a)* Une tendance cyclique à la hausse des prix en période de forte conjoncture, lorsque la croissance dépasse la croissance potentielle ; et réciproquement en période de ralentissement, les prix s'assagissent. *b)* L'offre peut aussi ne pas répondre à la demande, comme dans les inflations d'après guerre et comme en France jusqu'au début des années 1990, provoquant en cercle vicieux d'inflation et de dévaluations défensives se nourrissant réciproquement. L'appartenance à la zone euro a interdit cette forme de solution autrefois prisée des entreprises françaises et italiennes. *c)* Une inflation keynésienne peut aussi naître d'un choc externe. L'exemple historique étant le choc de demande provoqué par l'unité monétaire allemande de 1990. *d)* Enfin les économies en forte croissance

et commercialement intégrées à une zone plus riche subissent l'effet Balassa-Samuelson. Leurs prix tendent à rattraper le niveau plus élevé des pays plus riches. Ils font des gains de productivité supérieurs dans le secteur des biens industriels échangés sur les marchés mondiaux, dont le prix croît partout au même rythme. Les salaires réels de l'industrie s'apprécient donc et cette hausse se diffuse aux salai-

Encadré 5. – **1 deutschemark pour 1 ostmark !**

En 1990, la joie de réaliser « l'union des états et des peuples » conduisit les Allemands à choisir le taux de conversion symbolique 1/1, échangeant un deutschemark (à fort pouvoir d'achat et convertible) pour un ostmark (de faible valeur). Ce choix éminemment politique conféra aux Allemands de l'Est un pouvoir d'achat en devises et en marks accru qui s'assimile à une création monétaire exceptionnelle. À cela s'ajouta l'effort d'investissement de la RFA pour l'ancienne RDA, qui se compare à un effort de guerre : une dépense publique de 3,5 % du PIB pendant dix ans. D'où un double choc de demande de biens de consommation et d'investissement des Osties qui provoqua une hausse des prix (de + 2 % à + 5 %), suscitant une politique monétaire restrictive de la Bundesbank : hausse des taux d'intérêt. Cette décision se répercuta dans les pays voisins appartenant au système monétaire européen à taux de change fixe, contraints d'augmenter eux aussi leurs taux d'intérêt, ralentissant la croissance et augmentant le chômage. C'est faute de choisir une solution alternative plus rationnelle : soit par exemple adopter un taux d'échange plus réaliste, de un demi ou un tiers, entre les deux marks ; soit réévaluer le deutschemark, que l'unité monétaire allemande s'est traduite par un déséquilibre monétaire et a provoqué les crises spéculatives de 1992-1993 puis l'éclatement partiel du système monétaire européen.

res du secteur protégé des services locaux. L'inflation tend à y être plus forte et le taux de change réel, mesuré par rapport à l'ensemble des prix, s'apprécie dans ces pays en rattrapage. Cet effet, faible mais durable, perdurera entre la zone euro et ses nouveaux membres de l'Est, ainsi que dans les pays en développement.

Ces deux causes : décalage de conjoncture et différence du niveau de développement expliquent en grande partie l'écart de hausse des prix constaté entre les pays de la zone euro, qui perdure. L'Italie, l'Espagne, l'Irlande et les Pays-Bas avec une croissance potentielle plus rapide et tendance à plus d'inflation ; la France et l'Allemagne, la Belgique avec croissance potentielle et prix plus modérés.

Hausse des prix en Europe, début 2003

Italie	+ 2,8	Allemagne	+ 1,1
Pays-Bas	+ 3,2	France	+ 2,2
Espagne	+ 3,9	Zone euro	+ 2,2

7. Les chocs externes. – L'inflation importée, dite par choc externe, est aujourd'hui la plus fréquente. Elle provient de la hausse de certains prix extérieurs : matières premières ou énergie, qui se répercute dans l'économie et peut se généraliser, par exemple en générant une spirale prix/salaires ou des anticipations de hausse des prix. C'est une autre forme d'inflation par les coûts. Deux exemples classiques : l'inflation née dans le secteur des matières premières lors des guerres de Corée ou du Vietnam, qui s'est généralisée ; les chocs pétroliers de 1973-1979, toutes visibles sur les graphiques 1 à 3.

a) Un choc pétrolier provoque une hausse mécanique des prix de tous les produits incorporant du pétrole. Il impose aussi un prélèvement de l'étranger sur l'ensemble de l'économie nationale. Si la diminution

du pouvoir d'achat qui en résulte n'est pas acceptée par les salariés et les entreprises, ils entrent en conflit pour en répartir la charge, et l'accroissement mécanique des prix peut se généraliser par une spirale prix salaires par exemple.

b) Une dévaluation de la monnaie nationale agit selon le même principe : elle accroît les prix des produits importés. Les dévaluations récurrentes au Royaume-Uni, en Italie et en France entretenaient l'inflation au cours des Trente Glorieuses. Les six pays souffrant encore d'inflation au début de 2003, Argentine, Brésil, Venezuela, Afrique du Sud, Turquie et Russie, avaient tous subi une forte dévalorisation monétaire qui a relancé l'inflation interne.

L'inflation, forme monétaire de résolution de conflits sociaux ou économiques, semble avoir disparu. Serait-elle plutôt endormie grâce à l'évolution économique ? La mondialisation et la concurrence internationale poussent les entreprises à accélérer les progrès de productivité, stimulant l'offre, et à les répercuter sur les consommateurs sous forme de baisse de prix plutôt que sur leurs travailleurs sous forme de hausses de salaires. La spirale prix-salaires et l'inflation keynésienne ont donc cédé le pas. Les banques centrales contrôlent la création monétaire, excluant l'inflation par la dépense publique. La dépendance à l'égard du pétrole et des matières premières a fort diminué depuis 1973, limitant l'ampleur d'un éventuel choc pétrolier, sauf rupture des approvisionnements. Reste l'inflation par la dévalorisation de la monnaie nationale : l'instabilité externe générant l'instabilité interne dans les pays dont la monnaie flotte.

Chapitre III

BULLES ET DÉFLATION

« ... dans la vie économique le talent est monté sur les dettes et galope vers le succès ».

J. Schumpeter,
Théorie de l'évolution économique, 1912.

L'inflation peut se limiter au cours des actions en Bourse et/ou au prix des biens immobiliers. On parle alors de bulles spéculatives. Les définir et les repérer semble complexe. Une bulle se forme quand le prix de ces actifs augmente sans fondement économique. Leur valeur nominale se déconnecte des « fondamentaux ». La valeur d'une action, son cours en Bourse, devrait être égale à la somme actualisée des bénéfices futurs, donc anticipés, auxquels elle donne droit sous forme de dividendes. La valeur d'un bien immobilier ou foncier devrait être égale à la somme actualisée des loyers anticipés. La première devrait donc suivre l'évolution économique générale ou celle du secteur de l'entreprise, la seconde celle des revenus des locataires potentiels, donc les salaires des particuliers ou les profits des entreprises. L'une et l'autre varient en fonction inverse du taux d'actualisation, donc des anticipations sur l'avenir. Une forte préférence pour le présent, donc un taux d'actualisation élevé, diminuant la valeur des actions et des immeubles et *vice versa*. Les bulles sont aussi vieilles que le capitalisme marchand et le XIX^e siècle en offre de nombreux exemples.

1. Le rôle des conditions monétaires. – Leur formation est d'abord liée aux conditions monétaires : une inflation faible et des taux d'intérêt nominaux bas ; un crédit facile d'accès qui facilite le financement des achats par des emprunts gagés sur la valeur virtuelle des titres, comme en avertit M. Allais (Allais, 1947 et 1998). Une interaction dynamique du crédit et des prix des actifs déclenche en effet un mécanisme autoreforçant. La liquidité fournie à bas taux d'intérêt par le crédit nourrit les achats donc les prix ; la fragilité du crédit reste méconnue tant que les valeurs de marché continuent à s'apprécier. Les estimations économétriques imputent l'essentiel de la hausse des cours boursiers pendant les années 1990 à la décrue des taux d'intérêt. Quand l'inflation disparaît, la bulle apparaît !

Les banques centrales s'attachant à l'inflation au sens strict ne contrôlent plus ni le volume du crédit ni la quantité de monnaie. L'abandon de tout ancrage à l'or ou à une monnaie de référence stable accroît le risque d'explosion du crédit, donc de l'endettement. La dette du secteur privé américain est ainsi passée de 120 à 150 % du PIB, puis à 175 % au cours des décennies 1980 et 1990.

La formation (phase d'euphorie) et le dégonflement (phase de déprime) des bulles proviennent des anticipations de hausse puis de baisse des cours. La hausse appelle les achats qui nourrissent la hausse. Un jour, le niveau des cours atteint paraît irréaliste. Alors commencent les ventes. Et la baisse appelle la vente, qui précipite la baisse. La bulle se dégonfle soit dans un krach brutal soit lentement.

Certaines pratiques récentes ont favorisé l'éclosion de ces bulles : la création d'une demande de titres plus ou moins artificielle par la publicité rédactionnelle dans les médias lors des introductions en Bourse ; l'influence des banques d'affaires sur les analystes fi-

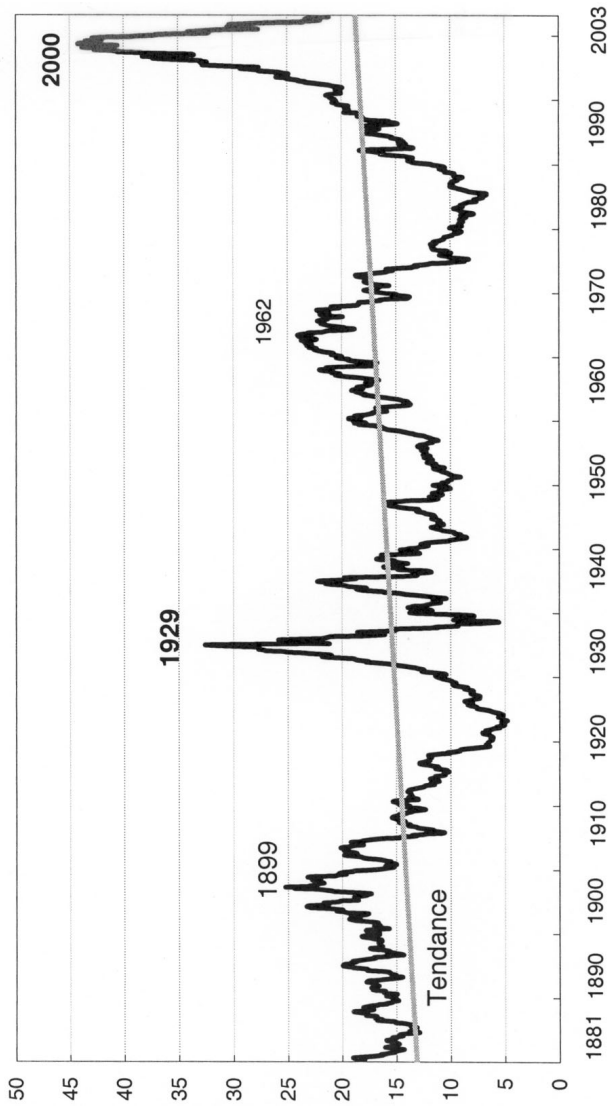
nanciers ; la multiplication des achats de filiales financés par endettement ; les ordres de Bourse automatiques à cours limites ; enfin la négligence des régulateurs et des médias, souvent simples caisses de résonance pour les analystes.

Ces bulles rappellent le célèbre système Ponzi. En 1920 l'aigrefin américain Charles Ponzi attira 30 000 clients et 15 millions de dollars en moins d'un an en promettant de hauts rendements à qui lui confierait son argent pour des arbitrages entre l'Europe et les États-Unis. Au lieu d'investir il intéressait les premiers arrivés avec l'argent des nouveaux arrivants avides de sauter sur le manège... Un jour la magie cesse avec la découverte du pot aux roses. On parle alors de perte de valeur (Shiller, 2000).

Au niveau international, les avoirs en dollars ont augmenté à cause des déficits récurrents du budget et de la balance des paiements américains. Ces dollars, comme l'a démontré J. Rueff, sont l'objet d'une multiplication par les banques internationales. Ils ont contribué à nourrir ces bulles.

Le graphique page suivante montre l'évolution séculaire du rapport entre la valeur des actions et des profits lissés sur une période de dix ans (PER : *Price earning ratio*). Il fait ressortir quatre bulles, deux petites et deux grosses : à la fin des années 1890 avant un long recul, à la fin des années 1920 avant le krach de 1929 et la grande crise des années 1930 ; à la fin des années 1950 avant la longue baisse débutant en 1962 ; enfin de 1995 à la fin des années 1990, avant la crise de 2001-2003. Cette dernière bulle est la plus importante depuis l'ère industrielle ; elle a commencé à se dégonfler au printemps 2000 et pourrait déboucher sur une crise grave et durable du capitalisme international. Le rapport entre la capitalisation boursière et la production nationale présente le même aspect.

PER, États-Unis



Graphique 5. – Valeurs boursières à long terme ou l'« exubérance irrationnelle »

Chiffres : Shiller.

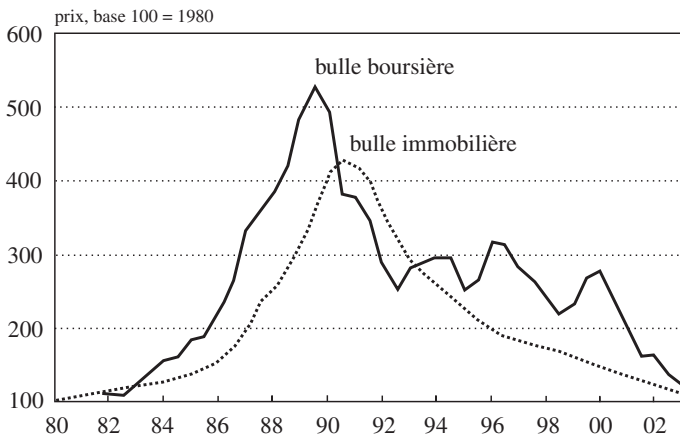
Le graphique offre deux profils semblables : 1899 et 1962, d'une part, petites bulles précédant une longue baisse des cours ; 1929 et 2000, deux bulles exubérantes, suivies d'un krach brutal, d'autre part. À long terme la moyenne séculaire du rapport entre les cours en Bourse et les dividendes (PER) varie de 14 à 18 ; elle augmente légèrement dans le temps et aucune norme théorique ne se dégage. Mais elle atteignait plus de 30 en 1929 et 45 aux États-Unis en 2001 ; 70 au Japon en 1994. Ces chiffres sont hors de l'évolution séculaire. Dès 1996 A. Greenspan, président de la FED, sonnait la fin de la récréation en parlant d'« exubérance irrationnelle ». Puis R. Shiller aux États-Unis et D. Plihon en France en démontraient les mécanismes et avertissaient. Les opérateurs ne peuvent prétendre n'avoir pas été prévenus. Des bulles immobilières se sont formées au Japon et en Europe, à la fin des années 1980 puis à la fin des années 1990.

2. **Les bulles boursières.** – L'histoire se répète. On croit à une « ère nouvelle », due à une rupture technique (l'électricité et l'automobile dans les années 1920, Internet et les nouvelles techniques d'information aujourd'hui...) et à un progrès décisif dans la gestion des entreprises propulsant la productivité à des niveaux inconnus. Le *new age* de l'économie américaine armée des nouvelles technologies de l'information ! Les anticipations des opérateurs du marché financier déjà décrites par Keynes sont *auto-réalisatrices* : la hausse des cours provoque des achats, qui provoquent la hausse ; et *vice versa* à la baisse. Elles sont aussi *mimétiques* et *moutonnières*, propagent d'abord l'engouement puis l'aversion au risque. Keynes comparait la Bourse à un concours de beauté dans lequel le gagnant serait celui qui aurait le mieux de-

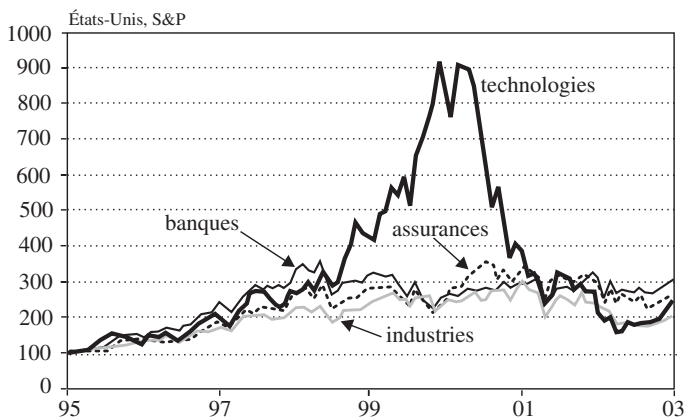
viné le choix de la majorité. Le risque est successivement sous, puis surestimé par le marché.

Ces périodes de rupture technologique induisent naturellement une multitude de prises de participation et de regroupements d'entreprises pour adapter la capacité de production aux nouveaux marchés. Avec un effet pervers : la présence d'une bulle spéculative fait déboursier aux acheteurs de ces actifs des prix exorbitants qui déséquilibreront leur bilan à long terme, surtout s'ils procèdent par endettement. Témoin l'aventure de France Télécom, dont le cours passa de 27 à 219 € entre 1997 et 2000 pour retomber à 18 en 2002. La descente aux enfers commence avec la perception qu'une série d'achats, dont MobilCom, Orange, furent traités à des prix déconnectés de leur valeur fondamentale et que leur amortissement pèsera trop lourd sur la rentabilité de l'entreprise compte tenu de son activité effective. Les droits d'exploitation cédés par le gouvernement aux entreprises de télécommunication pour la seconde génération de mobiles l'ont été à des cours de haut de bulle, les précipitant dans l'endettement. Le graphique 6*b* montre que les valeurs bancaires et d'assurance n'ont pas été l'objet d'une bulle spéculative. La bulle a concerné surtout les valeurs technologiques et dans une moindre mesure certaines valeurs industrielles de la Bourse à New York comme en Europe.

Quand une bulle se forme, les cours des titres deviennent incohérents avec les perspectives de croissance de l'économie réelle. Les cours atteints à Wall Street à la fin des années 1990 correspondaient à des anticipations de croissance des bénéfices de 8 à 10 % jusqu'en 2010. Il fallait croire à une croissance exceptionnelle et durable au début du XXI^e siècle pour les justifier. Autrement dit, la prime de risque sur les actions, égale à la différence entre le rendement des ac-



a) Bulles boursière et immobilière au Japon



b) Bulle technologique aux États-Unis

Graphique 6. – Bulles

Chiffres : Banque de France.

tions et celui des obligations, justifiée par la volatilité des actions, aurait diminué à cette époque.

Rendement des actions (plus-value + dividendes)
= rendement des obligations + prime de risque

Un jour le doute sur de telles anticipations s'installe. Alors les ventes commencent. Et avec elles le dégonflement de la bulle. *Trees never grow up to the sky* (« Les arbres ne grimpent jamais jusqu'au ciel ») rappellent les Anglo-Saxons.

3. Les bulles immobilières. – Elles résultent de la combinaison d'une hausse du prix des immeubles, de bas taux d'intérêt nominaux et d'un accroissement de l'endettement des particuliers ou des sociétés immobilières fondé sur des plus-values potentielles. L'agrégat de crédit au secteur privé est corrélé aux variations des prix immobiliers. Deux exemples historiques : le Japon à la fin des années 1980 et l'Allemagne après son Union. Depuis 1995 l'Espagne, l'Irlande, les Pays-Bas, la Suède en présentent tous les symptômes. Le ratio des prix immobiliers rapportés aux revenus dépasse de 30 à 50 % son niveau de long terme selon les pays. Ménages et assureurs, échaudés en Bourse, se reportent sur l'immobilier. Dans tous ces pays le crédit au logement a explosé en quelques années. Mais cette inflation immobilière pénalise les ménages. Ils ne bénéficient plus en effet aujourd'hui de l'inflation générale qui allégeait la charge réelle du remboursement ni de la forte hausse des salaires comme au temps des Trente Glorieuses. Et si cette bulle éclatait, elle menacerait alors la croissance.

4. Effets sur la croissance. – Les bulles financières enrichissent les ménages et stimulent la consommation par leurs effets de richesse. Le patrimoine augmen-

tant, on se sent plus riche. Elles nourrissent doublement mais temporairement la croissance économique : on consomme plus et on peut investir plus facilement. Ces effets sont plus importants dans les pays anglo-saxons qu'en Europe, car les actions y sont plus diffusées, surtout à travers les fonds de pension et les marchés plus larges (la capitalisation boursière atteint 115 % du PIB aux États-Unis et 150 % au Royaume-Uni contre 50 % dans la zone euro) ; enfin les plus-values réalisées y sont plus importantes que les plus-values potentielles.

1 / Les ménages détenant des actions les vendent en partie et/ou épargnent moins, donc consomment plus. Alors que les revenus moyens américains augmentaient de + 3 % par an en volume à la fin des années 1990, la consommation, elle, galopait autour de + 5 %. 2 / Les logements se financent par des crédits hypothécaires à long terme ; quand la valeur de la maison augmente et/ou quand les taux d'intérêt baissent, les propriétaires obtiennent un prêt complémentaire équivalant à la plus-value latente du bien, et bénéficient ainsi d'un revenu additionnel à charge d'intérêt constante. La propriété immobilière étant plus diffusée que la possession d'actions, cet effet a beaucoup enrichi les ménages américains. Une partie de la consommation y a été financée par des plus-values réalisées ou latentes, induisant une baisse historique de l'épargne. L'activité globale en France est bien soutenue par le bâtiment. Le dicton « Quand la bâtiment va, tout va ! » reste d'actualité. L'éclatement des bulles immobilières a donc des conséquences plus diffuses et plus importantes que celui des bulles financières. Le Japon en témoigne.

Les bulles, c'est-à-dire l'inflation limitée à la sphère financière et/ou immobilière, peuvent déboucher sur des crises de solvabilité et de liquidité lors de krachs ou de baisse prolongée des cours des actions et du prix

des immeubles. Plus l'inflation est faible et plus l'éclatement d'une bulle est dangereux, car on risque alors la déflation.

5. La déflation. – C'est une baisse auto-entretenu des prix, des salaires et de la valeur des actifs, se propageant dans l'économie réelle par la récession et le chômage. Les exemples de déflation sont rares : le Royaume-Uni des années 1920, les États-Unis et l'Europe des années 1930, enfin le Japon des années 1990. Par définition elle accroît la charge réelle de l'endettement. Ne pas la confondre avec une baisse temporaire ou localisée des prix ou avec la récession (baisse cyclique et normale du PIB). Aucun pays européen n'a connu de véritable déflation depuis la Deuxième Guerre mondiale.

Nul ne sachant comment sortir de la déflation il faut la redouter plus aujourd'hui que l'inflation. On lui connaît deux causes : 1 / Une création monétaire insuffisante. La déflation anglaise du début des années 1920 provient de la réévaluation du sterling pour restaurer l'étalon-or à la parité d'avant guerre, alors que les prix avaient doublé, brimant dès lors la création monétaire. Les prix baissèrent pendant toute la décennie, le chômage évolua entre 10 et 15 %, enfin la production chuta. La Grande-Bretagne abandonnera la parité or et dévaluera le sterling pour y échapper seulement en 1931. 2 / Seconde cause : l'éclatement d'une bulle financière ou immobilière, qui engendre la déflation par la dette (*debt deflation*). Les deux pays les plus touchés par la déflation ou la récession au début du XXI^e siècle sont le Japon et l'Allemagne qui ont connu la plus brutale rupture dans l'immobilier au début et au milieu des années 1990. Dans les deux cas, la purge est lente, coûteuse et déstabilisante sur le plan social. Elle pourrait contaminer l'Europe.

6. **Haro sur l'endettement.** – Le deuxième type de déflation a été décrit dans des textes célèbres n'ayant pas pris une ride par Irving Fisher (*Booms and Depressions* ; *The debt deflation*, 1922 et 1933) et surtout par Kindleberger (*Manias, Panics and Crashes*, 1978). Bien connu, vite oublié : le fantôme dans le placard des monétaristes. Comment un krach boursier ou immobilier agit-il sur l'économie réelle ? Par trois canaux : l'effet de richesse ou de patrimoine, l'attentisme des consommateurs et la baisse du crédit.

Partons du dégonflement d'une bulle. La valeur des actifs financiers s'effondre, provoquant un effet de richesse négatif dans les banques, les entreprises et chez les ménages qui voient fondre la valeur de leurs actifs. Les banques qui doivent respecter des ratios prudentiels (fonds propres et réserves rapportés aux crédits) doivent constituer des réserves pour les maintenir et/ou réduire leur offre de crédit (*credit crunch*). Ménages et entreprises vendent en détresse des immeubles ou des actions dont la valeur ne couvre plus leur endettement, renforçant la baisse sur les marchés ; les ménages remboursent leur dette par anticipation et repoussent leurs achats dans l'attente de la baisse des prix. Et la chute de la consommation accroît les surcapacités de production, retardant la reprise de l'investissement. Pour écouler leurs stocks, les entreprises réduisent leurs prix, comprimant leurs profits, qu'elles cherchent à recouvrer en abaissant les salaires, voire en licenciant, d'où la réduction de la consommation et/ou le chômage. La production, les ventes et l'emploi diminuent donc dans la sphère réelle. La confiance s'étiole.

La masse monétaire régresse par remboursement des emprunts et réduction du crédit. Les taux d'intérêt nominaux baissent, mais moins que les prix ; les taux réels, augmentant, étouffent l'investissement.

La baisse des prix accroît la charge réelle de l'endettement de l'État et des ménages. La trappe à liquidité s'ouvre : on détient de la monnaie pour elle-même, parce qu'elle s'apprécie et que les autres emplois de la richesse paraissent risqués. La baisse des taux d'intérêt cesse d'agir sur l'économie. La Banque centrale perd toute marge de manœuvre sur l'économie réelle. Enfin, la déflation peut se propager aux pays en développement et aux partenaires commerciaux par la baisse des cours des matières premières, surtout si le pays tente d'en sortir par la dévaluation compétitive. Les dévaluations en chaîne des années 1930 ont joué un rôle majeur dans la généralisation de la déflation en propageant la baisse volontaire des prix et de l'activité. *Beggar thy neighbour* (« dépouille ton voisin »), disait Keynes.

Après le krach de Wall Street en 1929, la masse monétaire diminua d'un tiers, les Américains retirèrent leurs dépôts des banques (*run*), multipliant les faillites ; les prix baissèrent de 45 % et ne retrouvèrent leur niveau qu'après 1940 ; la production tomba 40 % au-dessous de son potentiel et le chômage atteignit 25 %. Le roman de Steinbeck *Les raisins de la colère* en décrit les souffrances sociales.

Qu'en est-il aujourd'hui ? Au printemps 2003, le rapport du Fonds monétaire international évoquait le risque de déflation. La FED l'estimait « extrêmement faible », mais donc non nul. Elle juge que la déflation japonaise est due à la fois à la timidité et au retard de la politique monétaire, la Banque du Japon ayant surestimé le risque d'inflation entre 1991 et 1995 et en retient la leçon. Mieux vaut prévenir que subir et la FED a agi en conséquence.

L'Europe était-elle menacée de déflation au milieu de 2003 ? Dans la zone euro, les prix des services, de la santé ou de l'immobilier et les salaires continuent à

Encadré 6. – La déflation au Japon

Une double bulle immobilière et financière s'est dégonflée au Japon entre 1990 et 1994, faisant baisser les ratios de solvabilité bancaire et déclenchant les ingrédients classiques de la déflation (graph. 6a). Le multiplicateur monétaire et l'offre de crédit bancaire diminuent depuis 1992 ; la masse monétaire se réduit en proportion du PIB ; les autorités lancent deux politiques de redressement agressives : 1 / Une augmentation des dépenses publiques avec déficit culminant à - 8 % du PIB et générant un endettement explosif de 140 % du PIB en 2003 ; 2 / La Banque centrale apporte des liquidités, fait baisser les taux d'intérêt depuis 1990 et les maintient même autour de zéro depuis 1995. Tous ces efforts confortent les banques et les entreprises non rentables et accentuent la fuite devant la monnaie et l'attentisme des consommateurs. La demande se contracte et l'abondance d'offre de monnaie n'agit plus sur l'économie privée réelle. Ainsi, quand le taux d'intérêt est 0 au Japon au début de 2003 alors que les prix baissent de - 0,5 %, le taux réel est + 0,5 % et la Banque centrale ne peut l'abaisser puisqu'elle ne peut rendre négatif son taux d'intervention.

Les Japonais se sentant vieillir épargnent au lieu de consommer. N'ayant plus confiance dans les actifs gérés par leur système bancaire, les fonds de pension placent leurs capitaux aux États-Unis. Ni la consommation ni l'investissement national ne peuvent donc relancer l'économie. Déflation et vieillissement se combinent pour engendrer une spirale d'implosion de l'économie nippone.

Les années 1990 auront été une décennie perdue pour le Japon ; la production ayant augmenté de moins de 1 % par an (diminuant ou stagnant sept années sur dix), contre 4 % au cours des années 1980. Le modèle de croissance et d'insertion dans l'économie mondiale par les exportations tant admiré par l'Occident s'est effondré.

augmenter (+ 3,5 %). La masse monétaire croît de 5 à 6 %, bien assez pour alimenter une croissance économique de + 1 % et des bulles immobilières. Seuls les prix industriels baissent, encore que pas dans tous les pays membres. Il ne faut plus juger la situation à partir de l'industrie qui constitue au mieux 30 à 40 % de la production nationale. La déflation n'est pas encore là. Mais quatre facteurs se combinent soudain pour accentuer la désinflation : le dégonflement inachevé de la bulle financière, la chute des prix du pétrole, la baisse de l'activité, la hausse de l'euro, malvenue puisqu'elle équivaut à une hausse des taux d'intérêt.

Dès lors, la frontière entre la normale et la baisse des prix s'approche. Faut-il craindre la déflation ? Certes. Bien plus qu'une légère inflation, dont les conséquences sociales sont moindres. La leçon de l'histoire est claire : mieux vaud n'y pas entrer ! Les banques centrales savent aujourd'hui fournir assez de liquidités pour éviter que les krachs ne l'engendrent. On l'a vu en 1987 puis après 2000. Mais le Japon nous rappelle aussi que la réussite n'est pas garantie et qu'on y entre subrepticement, sans s'en rendre compte, par une dégradation progressive de plusieurs années. Une leçon à retenir pour les Européens. Alors faisons tout pour éviter la dynamique déflationniste !

Les risques d'inflation et de déflation ne sont pas symétriques. La première se terrasse facilement lorsque que la volonté d'agir se manifeste. La seconde résiste aux politiques monétaire et budgétaire trop timides ou trop tardives. Dès lors, les banques centrales doivent être plus attentives au second risque qu'au premier. Or, il ne figure pas explicitement parmi leurs objectifs actuels ! La stabilité des prix doit donc être entendue comme l'absence d'inflation et surtout de déflation.

LA STABILITE INTERNE

« Il n'y a peut-être aucune relation empirique en économie dont on ait pu observer la répétition si régulièrement... que la relation entre des variations importantes en courte période entre la quantité de monnaie et les prix... Cette régularité, me semble-t-il, est de même nature que celles qui forment la base des sciences physiques. »

M. Friedman.

Si chacun s'accorde à reconnaître les grandes formes de l'instabilité monétaire, définir la stabilité se révèle une autre paire de manches.

Les banques centrales de maints pays ont appris à préserver la stabilité interne de leur monnaie depuis 1980 même si leur action reste mal comprise. Car entre l'inflation et la déflation, où situer la raison ? Au dessous de 5 %, car tous les pays ayant connu une hausse moyenne supérieure, comme la France ou l'Italie, ont souffert d'une inflation cumulative depuis 1950. Mais faut-il aller jusqu'à la stabilité absolue : zéro hausse des prix ? L'objectif se dérobe tel un mirage au fur et à mesure qu'on l'approche.

1. Inflation es-tu là ? – D'abord de quelle inflation s'agit-il ? Trois remarques : a) L'indice des prix à la consommation surestime la hausse des prix car il prend difficilement en compte les effets du progrès technique et des rabais : environ de + 1 % aux États-

Unis et + 0,5 % en Europe ; ensuite il n'incorpore pas le prix des actifs financiers ; *b*) L'indice est perturbé par les chocs externes transitoires qui peuvent augmenter à court terme le niveau des prix, sans généralisation, et parfois même provoquer un ralentissement de l'activité propre à ralentir l'inflation à moyen terme. Ainsi, la hausse des prix du pétrole en 1999 et la dépréciation de l'euro ont-elles fait passer la hausse des prix en Europe de 1,5 % à 2,5 % entre 1999 et 2001. Un *indice sous-jacent*, c'est-à-dire calculé en éliminant l'influence de ces facteurs externes, est donc plus significatif ; *c*) Les agents économiques forment leurs anticipations sur l'inflation passée et sur une période de deux ans au minimum ; il faut donc raisonner à moyen terme. Pour ces trois raisons, l'inflation réelle peut donc se situer entre 0,5 et 1,5 % au-dessous de celle mesurée par les indices ordinaires.

Trois facteurs plus graves encore militent pour éviter de tendre vers l'inflation zéro : *a*) Les salariés opposent une forte résistance aux baisses de salaires nominaux ; or, les entreprises faisant face à une demande déclinante ou à une concurrence accrue par les prix doivent pouvoir ajuster leurs coûts de production. Quand l'inflation est proche de zéro, ne pouvant ajuster les salaires, elles réduisent l'emploi. Ainsi l'inflation cible de la Banque centrale en Europe, dont le marché du travail est rigide, devrait-elle être plus élevée que celle de la Banque centrale des États-Unis où il est souple ; *b*) Par définition une banque centrale ne peut prêter à taux d'intérêt négatif ; quand son taux d'intervention est au voisinage de zéro, elle perd donc toute marge de manœuvre pour relancer l'activité en cas de besoin ; *c*) Toute réduction conjoncturelle ou par choc externe du niveau de l'activité fait baisser spontanément l'inflation (environ - 1 % pour une récession courante), et peut donc pro-

pulser l'économie dans la déflation lorsque la hausse des prix est déjà très basse. Ce risque augmente dès que l'inflation tend vers zéro.

Enfin aucun modèle théorique n'a jamais démontré qu'une inflation très basse donne de meilleurs résultats en termes de croissance. Le tout est d'éviter les anticipations d'accélération d'inflation.

Toutes ces raisons militent donc pour une inflation modérée mais non nulle : autour de 3 % semble raisonnable pour l'Europe. Et aussi pour un objectif souple, conçu comme une moyenne à moyen terme laissant une marge de manœuvre pour faire face aux chocs inattendus, récurrents.

Pour atteindre la stabilité monétaire, les banques centrales ont utilisé successivement le contrôle de la quantité de monnaie ; l'action sur les taux d'intérêt ; puis une cible d'inflation (Flouzat, 2003). Et elles ont réussi au-delà de toute espérance : l'inflation est revenue en 2003 au plus bas depuis un demi-siècle.

L'expérience prouve que chaque instrument suscite l'instabilité. Le contrôle des taux d'intérêt rend les quantités de liquidités volatiles. La maîtrise des quantités rend les taux volatils. Le contrôle d'un agrégat de monnaie rend les autres volatils par transferts de fonds vers les autres agrégats pour échapper à la rigueur.

La plupart des banques centrales, tel le chef d'orchestre donnant le *la*, affichent désormais une cible d'inflation depuis les années 1990 pour façonner les anticipations. On annonce ainsi que les conflits sociaux ne se résolvent plus par l'instabilité monétaire. La Banque centrale américaine, la FED, n'annonce aucune cible ; elle la tient secrète pour préserver sa marge de liberté, mais réagit en général autour de 3 %. La banque d'Angleterre a choisi 2,5 % +/- 1 % ; la Suède 2 % avec le même écart. Les pays moins avancés comme la Pologne, la Tchèque, la Hongrie ou

l'Afrique du Sud, le Brésil ou le Mexique adoptant des objectifs moins ambitieux : fourchettes de 3 à 6 % sans engendrer de déséquilibre monétaire. La cible d'inflation devient la référence de tous les agents économiques, prêteurs et emprunteurs, employeurs et salariés pour tous leurs contrats et dans la durée. Peu importe au fond que ces cibles soient dépassées ou ne soient pas atteintes pourvu que l'écart reste faible et les anticipations stables.

2. La BCE et ses cibles. – Les banques centrales européenne (BCE) et américaine (FED) ont des objectifs, définis par les textes fondateurs, différents. La BCE doit « maintenir la stabilité des prix... et apporter son soutien aux politiques économiques dans la Communauté ». La FED doit « assurer le plein-emploi, la stabilité des prix et la modération des taux d'intérêt à long terme ». La première a donc un objectif monétaire explicite et un objectif économique implicite. Et *vice versa* pour la seconde. Aucune des deux ne poursuit d'objectif de taux de change puisque le dollar et l'euro flottent. Les Européens restent hantés par l'hyperinflation de 1923, l'inflation rampante des Trente Glorieuses et la complaisance des banques centrales à l'égard des États fascistes. Les Américains obsédés, eux, par le chômage des années 1930 et leur faible croissance des Trente Glorieuses (plus faible que celle de l'Europe à l'époque). Chacun ses démons !

La Banque européenne a choisi, d'une part, une cible d'inflation : « à un niveau proche de + 2 % à moyen terme », qu'elle applique plutôt à l'inflation sous-jacente, et d'autre part un objectif de croissance de la masse monétaire M3 voisin de + 4,5 %. Or, à l'expérience, ni l'objectif de hausse des prix ni celui de croissance de la masse monétaire n'ont été respectés dans la zone euro pendant de longues périodes.

Encadré 7. – La règle de Taylor

Règle empirique qui permet d'évaluer le taux d'intérêt réel d'intervention de la Banque centrale en fonction, d'une part, de l'écart entre l'inflation constatée (dP) et l'inflation cible et, d'autre part, de l'écart entre la croissance constatée (dY) et la croissance économique potentielle. La règle s'écrit :

$$R = 2\% + 0,5 (dP \text{ constaté} - dP \text{ cible}) + 0,5 (dY \text{ constatée} - dY \text{ potentielle}).$$

Elle impose à la Banque centrale de répercuter la moitié des écarts d'inflation et de croissance dans ses taux directeurs. Quand l'inflation est estimée trop forte de + 1 % et la croissance économique de 1 % supérieure à sa tendance à long terme, la banque centrale doit augmenter ses taux d'intérêt de 1 % (0,5 + 0,5). En l'absence d'écart, elle pratique un taux réel de + 2 %. Toutes les analyses (FMI, CAE) montrent que la BCE et la FED réagissent à peu près de la même manière quant au niveau des taux et à leur délai d'intervention. La BCE se montre donc sensible à la croissance, bien que les textes soient muets à ce sujet et malgré les reproches dont on l'accable.

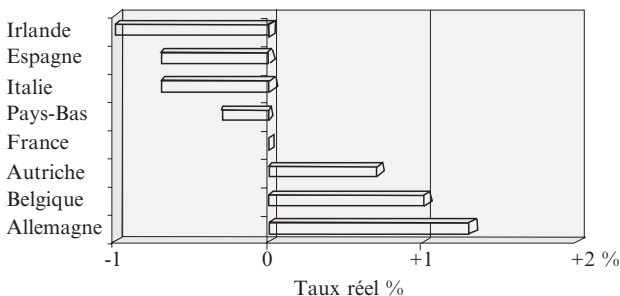
La règle de Samuelson

Règle théorique imposant que les taux d'intérêt réels à long terme restent inférieurs au taux de croissance ; si non, la rentabilité moyenne des investissements deviendrait insuffisante pour justifier leur financement. Cette règle se trouve plus souvent respectée aux États-Unis où elle figure parmi les objectifs de la Banque centrale ; rarement à long terme en Europe.

La BCE a subi une avalanche de critiques contre ses retards à agir et contre sa timidité dans l'action. Injustifiées. Car aussi bien les travaux de la Banque des règlements internationaux que ceux du Conseil d'analyse économique montrent qu'elle a respecté la

fameuse règle de Taylor sur les taux d'intérêt et dans des délais comparables à ceux de la FED (encadré). La difficulté réside ailleurs.

La BCE applique forcément un taux d'intérêt unique à la zone euro ; ce faisant elle ne peut éviter d'imposer des politiques monétaires différentes aux pays de la zone et à leurs secteurs économiques. En effet, les pays membres de la zone euro n'ont ni la même inflation ni la même croissance. Ainsi, en juin 2003 en Espagne et en Italie l'inflation était supérieure au taux d'intervention de la BCE, alors qu'en France et en l'Allemagne elle lui était égale ou inférieure. Les deux premiers pays bénéficiaient donc de taux d'intérêt réels négatifs favorables à la croissance, le troisième souffrant d'un taux réel positif défavorable à l'investissement. Un pays dont l'inflation tend vers 0 peut dès lors subir un taux réel trop élevé et être acculé à la récession. L'Allemagne, proche de la récession, aurait eu besoin au contraire d'une politique monétaire très expansive. Le graphique ci-dessous illustre cette inévitable bizarrerie. Qu'on retrouve entre les États-Unis et la zone euro : alors que les Américains bénéficiaient de taux de $-0,7\%$ en juin 2003, les Allemands supportaient des taux de $+1,3\%$.



Zone euro : **taux d'intérêt réels** (juin 2003)

Chiffres : OCDE.

À l'intérieur de chaque pays, la hausse des prix diffère selon les secteurs. Pour une inflation moyenne de 2 %, si les prix des services (60 % de l'économie) augmentent de + 3,5 %, l'industrie (40 % de l'économie) devra subir une baisse des prix de - 0,25 % telle que :

$$(3,5 \% \times 0,6) + (- 0,25 \% \times 0,4) = + 2 \%$$

Les petites entreprises surtout en pâtissent. Quand le taux d'intérêt d'intervention de la Banque centrale est 2 %, les entreprises les plus fiables empruntent à 3 % mais les autres à 5 % et les plus petites, qui supportent une forte prime de risque, jusqu'à 6 % : soit, pour elles, si leurs prix sont stables, un taux réel de 6 %. Quand leur activité stagne entre + 1 et 2,5 % comment pourraient-elles se développer dans ces conditions ? Situation intenable si elle dure.

L'Allemagne s'en trouve doublement pénalisée : tout d'abord en tant que pays à croissance potentielle lente, donc inflation structurelle faible, qui subit un taux d'intérêt réel élevé ; ensuite en tant qu'économie conservant un secteur industriel plus important, où la pression internationale à la baisse des prix est la plus forte.

Mais si la BCE est à côté de la cible, le bât blesse surtout par la définition de la stabilité des prix : une inflation comprise entre 0 et 2 %. L'objectif est trop rigide et trop bas à la fois. Là se trouve le vice.

Un consensus se dégage parmi les économistes pour définir son *objectif* par une fourchette, du type 2 à 4 %, soit une moyenne de 3 % un peu supérieure à la cible actuelle, et pour l'appliquer à *l'inflation sous-jacente* et à *moyen terme*. Pour preuve : la Banque centrale américaine, elle, craint la déflation quand la hausse des prix s'approche de + 2 %, la cible européenne ! Si la cible de la BCE avait été 3 % de hausse

des prix, elle aurait pu relâcher sa politique monétaire dès 2000. Difficile de faire comprendre ces subtilités au monde politique et à l'opinion. Mais l'économie réelle pourrait s'en mieux porter.

Enfin, l'échec cuisant des banques centrales apparaît aujourd'hui être leur impuissance vis-à-vis des bulles financières et immobilières. Jean-Claude Trichet, gouverneur de la Banque de France, plaide pour une politique mixte : ne pas réagir lors de la formation des bulles ; réagir lorsqu'elles éclatent et menacent la stabilité monétaire et financière. La défense plaide pour les banques centrales : impossible à la fois de reconnaître ces bulles et d'agir ; où commence en effet l'excès ? En augmentant les taux d'intérêt nous risquons de casser la croissance ! L'accusation rétorque : le risque de déflation encouru est bien plus menaçant et sans commune mesure avec celui d'inflation qui mobilise presque seul l'action depuis 1980.

3. Conflits et instabilité. – L'instabilité monétaire se révèle une solution sans larmes à des conflits sociaux ou politiques non résolus par ailleurs. Mais elle a des conséquences parfois tragiques. L'inflation en effet détourne du pouvoir d'achat au détriment des créanciers, en général âgés, au profit des emprunteurs, souvent jeunes ; des membres de la société civile vers l'État. Il s'agit d'une forme implicite d'impôt, l'impôt d'inflation, qui rogne les avoirs monétaires, les salaires ou les retraites et l'épargne placée à taux fixe, sans l'aval du Parlement, donc en violation des principes démocratiques. L'inflation par le financement monétaire du déficit public permet au secteur public d'évincer le secteur privé. Elle favorise les fonctionnaires et les grandes entreprises d'État au détriment des petites structures. Dans les États très endettés, les organismes financiers internationaux publics et privés sont mieux

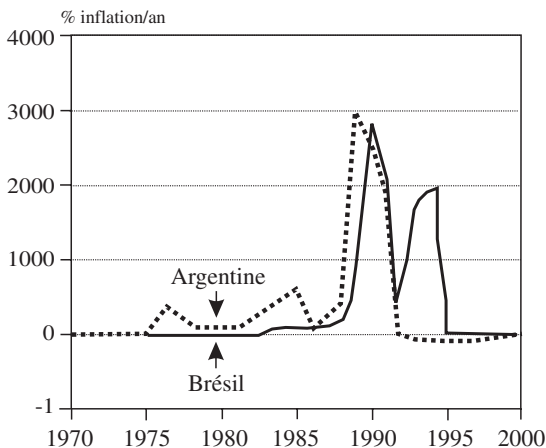
remboursés au détriment des petits prêteurs locaux plus souvent floués. La déflation, paradis des rentiers, fait au contraire supporter le tribut à l'économie réelle sous forme de faillites, licenciements et croissance des déficits publics ; elle génère le repli sur soi des nations et le protectionnisme.

Les révoltes étudiantes, les grèves puis les accords de Grenelle en 1968 ont transféré du pouvoir d'achat aux salariés du bas de l'échelle et provoqué une hausse des prix puis la dévaluation de 1969, donc de l'instabilité monétaire interne et externe pour résorber ce pouvoir d'achat, faisant supporter le coût initial à l'ensemble de la population.

L'instabilité monétaire est toujours préjudiciable à la croissance durable et à l'harmonie sociale. Comme l'inflation fait des gagnants et des perdants elle a toujours ses chantres. L'inflation des Trente Glorieuses a favorisé la création d'entreprises, l'accès à la propriété immobilière, le commerce, l'État tout-puissant et incontrôlé au détriment des propriétaires, des épargnants et des retraités, rémunérée à des taux réels négatifs et des souscripteurs d'emprunts publics, remboursés en valeur nominale au-dessous de la valeur réelle de leur apport. Les Français ont longtemps utilisé l'inflation comme une variable d'ajustement aux chocs externes ou sociaux et comme un artifice pour déterminer avec souplesse le partage de la valeur ajoutée.

L'hyperinflation russe résulte de l'application maladroite des principes du consensus de Washington (Banque mondiale et FMI) et de sa thérapie de choc : convertibilité et liberté des mouvements de capitaux ; liberté des prix et politique monétaire restrictive contre l'inflation ; privatisation rapide. Cet ensemble de mesures a engendré la recherche de rentes et deux spéculations contre le rouble : sur les matières pre-

mières en 1992-1993 puis sur les bons d'État GKO en 1997-1998. Dévalorisation du rouble et inflation se nourrissant réciproquement, le rouble s'est démonétisé à deux reprises. Les anciens serfs industriels de l'époque communiste entretenus par les entreprises d'État assistèrent, sans ressources, à la mainmise des oligarques et des banques sur une économie implosant. Les monopoles naturels se sont réservé la liquidité monétaire, au détriment des créateurs potentiels d'entreprises. Les conditions monétaires contribuèrent largement à l'émergence des mafias dans cette puissance nucléaire désorganisée qui sombre dans l'instabilité sociale, terrain fertile pour le populisme et le nationalisme. La décennie 1990 fut perdue pour l'économie de la Russie, dont le PIB a diminué plus que durant les années 1930 ou pendant la guerre de 1940-1944.



L'hyperinflation en Argentine et au Brésil

Chiffres : FMI

Les pays ayant souffert d'hyperinflation présentent de troublantes similitudes sociologiques et politiques. L'absence de culture et de pratique de la démocratie. Des pays d'une troublante richesse en terres agricoles et/ou en matières premières *a priori* favorable au développement. Un gaspillage de ces richesses par de grands propriétaires terriens ou une oligarchie contrôlant les mines, les gisements de gaz ou de pétrole et/ou l'industrie de base. Une classe privilégiée ayant seule accès aux banques étrangères. Le sentiment d'impuissance du citoyen face à son destin, de fatalité et d'échec dont seul un miracle économique et politique pourrait l'extraire. L'attente de l'homme providentiel, du messie civil qui transforme ce terrain populiste en dictature. L'Allemagne vaincue, en transition entre Reich d'empire et Reich hitlérien ; la Russie entre Tsars, « Petit père du peuple », dictateurs et réformistes apprentis sorciers du « bolchévisme de marché » selon l'expression de P. Reddaway, en transition entre communisme et libéralisme ; l'Argentine et le Brésil, entre péronisme et généraux, tous ces pays ont résolu des conflits majeurs pour l'orientation de leur économie et pour le partage des richesses par l'hyperinflation faute d'y trouver une solution politique démocratique. Endettés à la fois à l'égard des prêteurs étrangers et de leurs citoyens, ces pays ne savent sortir du dilemme : faire défaut vis-à-vis des créanciers étrangers et se couper demain l'accès aux marchés financiers ou déclencher l'inflation et ruiner leurs concitoyens. Destins lourds de tragédies économique, sociale et politique.

Par contraste, les Américains ont toujours considéré la stabilité monétaire comme un signe de justice sociale, de confiance et de bon gouvernement. Ils voient l'inflation comme une manifestation de la perte des valeurs nationales essentielles et un prémisses de

désastre social. Dès 1913, ils avaient créé une banque centrale garante de la stabilité monétaire.

La stabilité monétaire interne dans le monde moderne reflète l'influence de la *démocratie* et de la *démographie*. En Amérique latine les progrès de la démocratie et la fin des hyperinflations dues aux débordements des dépenses de l'État sont allés de pair. En Russie également. Les progrès réalisés dans la négociation collective pour le partage de la croissance entre salaires et profits, la diminution de l'illusion monétaire et des conflits sociaux ont mis fin à l'inflation par la spirale prix-salaires des Trente Glorieuses en France et en Italie.

Mais la désinflation explique en partie la révolte de la jeunesse et son sentiment d'injustice. Elle a coïncidé avec la fin de la vague démographique : la proportion des 15 à 35 ans a commencé à décliner vers 1980. Et la fin de l'inflation a inversé les rapports entre les générations. L'allongement de la vie, le déclin de la natalité et la faible participation électorale des jeunes font basculer la majorité électorale vers les plus de 50 ans. L'inflation du xx^e siècle, conflit entre les classes sociales, réapparaîtra-t-elle au xxi^e siècle pour résoudre un conflit entre les générations, entre l'État-providence et le monde du travail ? Dans ces conditions, la stabilité monétaire sera-t-elle durable ? Est-elle complète ?

Durable peut-être pas. Le prochain conflit social de grande ampleur opposera les actifs jeunes aux retraités. Les droits à la retraite et aux soins écrivent en effet un nouveau chapitre du Contrat social dont l'État est garant. Ces droits constituent une créance des générations actuelles sur les générations futures ; sur les entreprises dans les pays anglo-saxon à systèmes par capitalisation, sur l'État-providence en Europe à système par répartition. Ils engendrent des engagements financiers non comptabilisés dans la dette des entre-

prises et de l'État qui, s'ils sont honorés, augmenteront les charges et la dépense publique au sens large, y compris la sécurité sociale, de 4 à 6 % du PIB par an selon les pays d'ici 2040. Une dette qui atteindrait autour de 50 % du PIB pour les seules retraites du secteur public en France et pour l'ensemble des systèmes de retraite européens entre 100 et 250 % du PIB selon le pays d'après les estimations de l'OCDE. Avec une croissance potentielle de 2 à 2,5 % en Europe, cette dette n'est pas finançable selon les règles actuelles. Si un compromis n'est pas négocié pour repousser l'âge de la retraite et augmenter le taux d'activité, une solution conflictuelle s'imposera. La tentation sera grande de recourir à l'inflation pour dévaloriser cette créance ! Les pensions, financées en partie par la création monétaire, cesseraient d'être indexées sur la hausse des prix et se dévaloriseraient alors. Cette solution ferait éclater la zone euro et ses règles actuelles. L'inflation permettrait de financer les retraites et les dépenses de santé par l'impôt indolore sur les détenteurs de liquidité, souvent les retraités eux-mêmes.

La stabilité monétaire n'est pas non plus *complète*, car la stabilité interne du pouvoir d'achat en biens et services a favorisé la constitution de bulles financières et immobilières. La stabilité monétaire interne résulte de l'autonomie des politiques monétaires, des États-Unis et de l'Europe en particulier, mais aussi du Royaume-Uni ou de la Pologne. Or leurs banques centrales indépendantes poursuivent des objectifs nationaux, égoïstes par définition. Quand leurs conjonctures diffèrent, la stabilité interne génère l'instabilité externe, celle des taux de change volatils et des crises de change brutales. Bulles et instabilité des taux de change ont de gigantesques effets déstabilisateurs potentiels.

Enfin la stabilité interne ne peut être *complète* lorsque les taux de change s'avèrent instables. Toute

variation de la valeur de la monnaie nationale se répercute en effet sur les prix internes. Une appréciation de la devise ralentit la hausse des prix et équivaut à une hausse du taux d'intérêt de la Banque centrale ; une dépréciation, à l'inverse, stimule la hausse des prix et équivaut à une baisse du taux d'intérêt. Stabilité interne et externe sont donc liées l'une à l'autre comme coquins.

4. La quiétude de la stabilité interne. – Les pays avancés en boivent le petit lait pour cinq raisons.

a) La stabilité monétaire s'est propagée à leur économie réelle : la conjoncture est moins instable depuis les années 1980 et la croissance potentielle s'est accrue aux États-Unis (Bordo, 2001 ; Borio, 2002). Les études du NBER, du FMI, de l'OCDE convergent : le cycle des affaires (*business cycle*) se calme. Les États-Unis étaient en récession une année sur six entre 1945 et 1980. Ils connaissent depuis 1980 les plus longues périodes d'expansion de leur histoire : quatre-vingt-douze mois pendant les années 1980 et cent vingt mois durant les années 1990. Et aussi les plus courtes récessions. Enfin leur croissance potentielle atteint 3,5 %, du jamais vu. En Europe aussi les récessions sont moins brutales, la croissance plus longue (neuf années sans récession depuis 1990) mais plus faible. Certes la forte part des services, le rôle favorable du commerce international et celui des stocks y participent. Mais les analyses ci-dessus, et celle de spécialistes tel Olivier Blanchard du MIT imputent une grande part de cette stabilité à la politique monétaire orientée vers le moyen terme, à la réduction de l'inflation et de sa volatilité qui a ancré les anticipations vers la stabilité et évité les dérapages de salaires, de coûts et de demande. Les banques centrales n'ont plus besoin de casser régulièrement la croissance pour ralentir l'in-

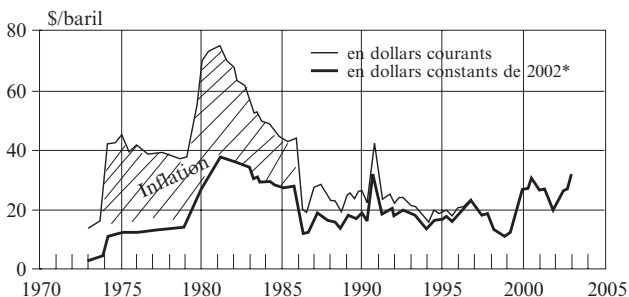
flation (*Stop and go*). Seul le Japon fait exception avec sa déflation.

b) Nos pays attendent de la stabilité interne qu'elle engendre la stabilité des taux de change. La théorie classique de la Parité des pouvoirs d'achat (PPA) enseignant en effet que le taux de change réel dépend du différentiel d'inflation, quand l'inflation disparaît les devises devraient donc se stabiliser.

c) Les banques centrales des grands pays ont appris à se mobiliser, comme en 1987, en 1997-1998 et en 2001, pour limiter les effets des crises financières ou de change et éviter qu'elles ne dérapent en déflation. Les crises et paniques (*run*) bancaires deviennent rares dans les pays développés grâce à la réglementation bancaire, la Barings ou LTCM faisant exception, et la communauté financière sait en limiter la contagion.

d) Les États-Unis, émettant la monnaie universelle, échappent pendant de longues périodes à la contrainte de balance des paiements. Ils piègent 40 % de l'épargne mondiale pour financer leur croissance et leurs déficits. Ils engrangent les gains du seigneurage. D'abord en évitant de payer des intérêts sur les billets et créances liquides en dollar détenus hors des États-Unis ; ensuite en bénéficiant d'une prime de liquidité, ils empruntent à des taux d'intérêt inférieurs et placent plus facilement un volume élevé d'emprunts sur le marché mondial. L'ensemble stimule leur croissance d'environ 0,4 point de PIB par an. Enfin, leur immense économie est assez fermée, leurs achats de matières premières et de grands produits industriels sont facturés en dollar, ils commercent beaucoup avec des zones dont les monnaies sont rattachées au dollar, dont l'ALENA. Donc leur taux de change effectif varie peu, même lorsque le taux de change nominal du dollar subit de brusques variations. La zone euro pourrait s'en inspirer.

e) Les pays avancés, forts consommateurs de matières premières et d'énergie, les achètent à des prix de plus en plus bas : exemple le prix réel du pétrole, en dollar de 2002, est passé de 80 \$ par baril à 20 depuis 1980, comme le montre le graphique ci-dessous. L'inflation dans les pays consommateurs ayant annulé la hausse des prix de 1973 et 1979. Cela favorise la désinflation et la croissance dans les pays du Nord en accroissant le pouvoir d'achat de leurs citoyens.



Graphique 7. – Prix de marché et prix réel du pétrole

Chiffres OCDE.

* Déflaté par les prix des pays développés.

Cependant les pays avancés auraient tort de s'endormir sur ces lauriers. La stabilité interne ne procure pas la stabilité internationale. Si l'économie s'assagit, les crises financières et de change se multiplient. Dans une économie de plus en plus mondialisée les pays avancés peuvent-ils fermer les yeux ? Échapperont-ils encore longtemps aux conséquences ? D'abord, qu'en est-il de ces crises ?

L'INSTABILITÉ MONDIALE

« Lénine a déclaré un jour que le meilleur moyen de détruire le système capitaliste était de corrompre sa monnaie. ... Lénine avait raison. Il n'existe pas de moyen plus subtil et plus sûr de détruire la base de la société que de corrompre sa monnaie. Ce processus fait jouer un rôle destructeur à toutes les forces invisibles de la société et il est impossible de la guérir. »

J. M. Keynes,
Conséquences économiques de la paix.

1. **Le désordre apparent et les crises.** – Depuis 1990, les crises financières et de change se multiplient et se propagent. L'instabilité externe, elle, semble donc augmenter et se diffuser, quel que soit le régime de change des monnaies (encadré).

Encadré 8. – **Le statut international des monnaies**

Quatre périodes et quatre régimes de change :

1^{re} période : L'étalon-or, avant 1914, avec une grande stabilité des changes et la livre-sterling comme monnaie internationale.

2^e période : L'entre-deux-guerres, 1920-1940, avec des dévaluations compétitives en chaîne et une grave instabilité.

3^e période : Bretton Woods, 1944-1973, régime d'étalon de change fixe et contrôle des mouvements de capitaux, avec le dollar comme référence.

4^e période : Régime de taux de change flottant depuis 1973 avec liberté des mouvements de capitaux, le dollar monnaie dominante et le retour de l'instabilité.

Certes, l'instabilité n'est pas nouvelle. D'abord les marchés des changes sont volatils au jour le jour. Les traders réagissent avec exagération aux informations publiques ou privées, comme à des « bruits », accentuant l'instabilité des taux de change. Mais, au-delà de cette volatilité à court terme, une instabilité à moyen ou long terme s'est installée. Dès avant la fin du régime de taux de change fixes de Bretton Woods les taux de change valsèrent : les grandes monnaies subirent au moins trente dévaluations, dévalorisations, réévaluations, réalignements concertés... entre 1967 et 1990 !

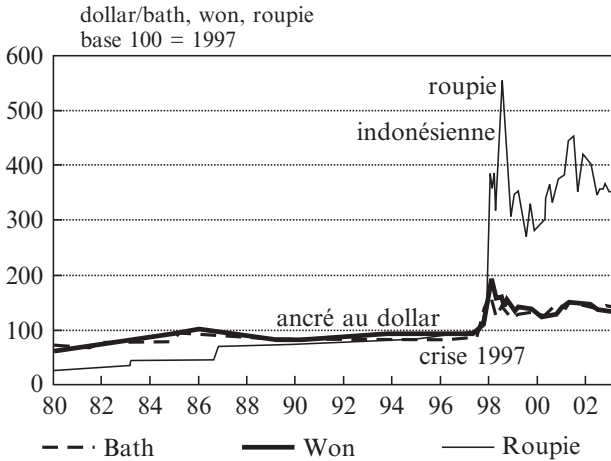
Les théoriciens espéraient bien voir le marché remplir son rôle vis-à-vis des monnaies et donc le régime des changes flottants adopté *de facto* en 1973 conduire à des taux de change d'équilibre et si possible stables. Nenni : il n'en fut rien. Dollar, euro et yen se mirent à jouer au yo-yo. Les monnaies flottantes des pays émergents comme le rouble ou la majorité des monnaies latino-américaines virent leur taux de change baisser ou virevolter. Deux expériences de retour aux changes fixes furent à nouveau tentées. *a)* Le système monétaire européen (SME) qui déboucha sur la zone euro : un succès. *b)* L'ancrage des monnaies du Sud-Est asiatique, des Peco ou d'Amérique latine entre 1980 et 2000, de la Turquie à la fin des années 1990. Un échec qui déboucha sur des crises d'une violence inouïe et fit place au flottement. Le bath thaïlandais, le ringgit malais, le peso philippin, la roupie indonésienne, le won coréen étaient arrimés au dollar depuis les années 1980 ; le zloty et le forint hongrois le furent pendant une grande partie de la décennie 1990 à un panier de dollar et de mark ; le rouble le fut au dollar entre 1995 et 1998 ; le peso argentin au dollar entre 1991 et 2001. Ces régimes éclatèrent les uns

après les autres, dégénéral en un effondrement des taux de change de 30 à 80 % selon les monnaies comme le montrent les graphiques ci-dessous. La crise déboussa un peu plus tard en passant la livre turque et le rand sud-africain. Toutes ces monnaies flottent depuis le début des années 2000 et donnent l'impression du chaos.

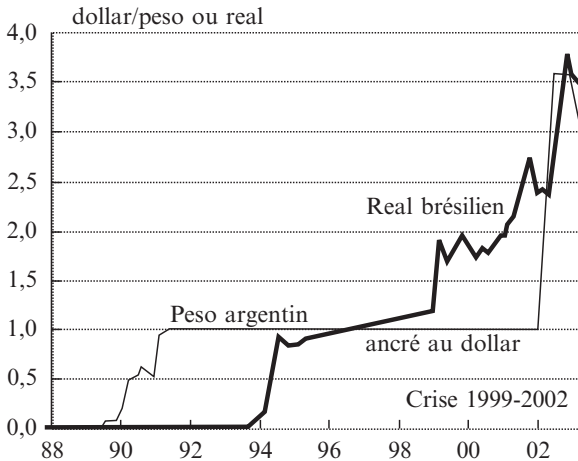
Trois d'entre elles font preuve d'une exceptionnelle fragilité : le rouble, le peso argentin et la livre turque. Et trois autres d'une surprenante résistance : le yuan et le dollar de Hong Kong, arrimés au dollar et qui, insensibles à la crise de 1997-1998, restent stables ; la roupie indienne, ancrée au dollar par une parité ajustable en fonction de l'inflation (baisse de 5 % par an environ) sage, sans crise brutale, elle aussi depuis 1980. L'Inde et la Chine sont deux pays très grands, fermés et réglementés. Hong Kong une cité-État attirant les capitaux.

Les crises financières et/ou de change, comme une maladie adolescente des jeunes économies, accompagnent toujours le développement. Les États-Unis en connurent tous les dix ans entre 1810 et 1930. La dérégulation bancaire, la libéralisation de mouvements de capitaux et la mondialisation les ont accentuées et diversifiées. Il faut en prendre la juste mesure. Compte tenu de l'intensité des échanges mondiaux, le nombre relatif de crises a certes diminué ; surtout les crises financières.

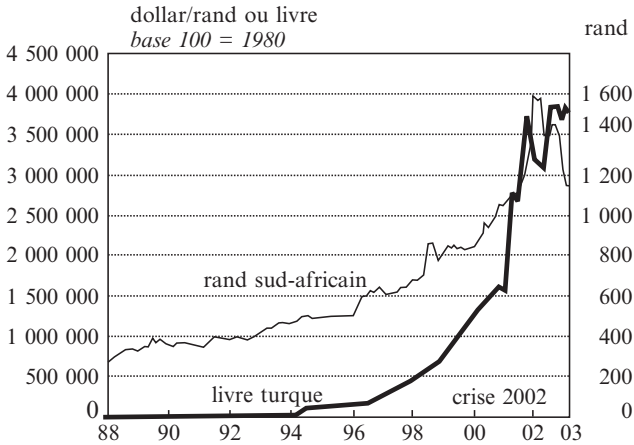
Mais les crises bancaires combinées à des crises de change augmentent depuis le XIX^e siècle. Un pays africain en subit en moyenne une tous les deux ans ; un pays latino-américain une tous les cinq ans ; un pays développé une tous les dix ans. On mesure le précieux effet de la zone euro si elle les supprime !



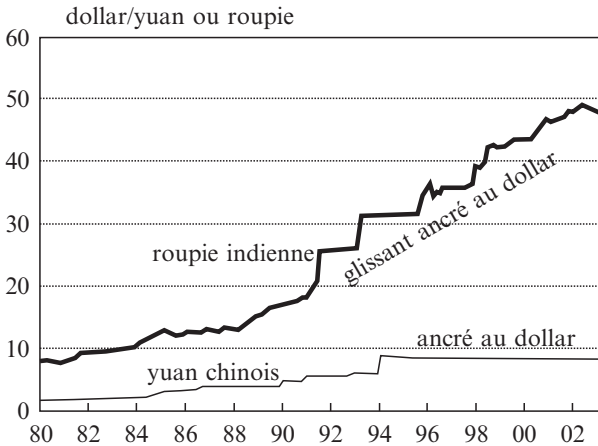
a) Thaïlande, Corée et Indonésie



b) Argentine et Brésil



c) Turquie et Afrique du Sud



d) Chine et Inde

Graphique 8. – L'instabilité des monnaies

Chiffres FMI.

Lecture : taux de change dollar/monnaie nationale en ordonnée ; combien de pesos, de yuans... s'échangent contre un dollar ? Courbe croissante = dévalorisation de ces monnaies. Régimes de change fixe ou glissant soulignés.

Encadré 9. – Le chaos de l'instable décennie 1990

Crise du SME en 1992-1993 : le sterling quitte le SME, les monnaies du Sud (lire, peseta et escudo) sont dévaluées d'un quart environ.

Crise de la zone franc en 1994 : le franc CFA est dévalué de moitié, puis ancré à l'euro en 1999.

Crise au Mexique en 1995, le peso est dévalué.

Crise du Sud-Est asiatique en 1997, dont les monnaies sont dévaluées de - 40 à - 80 %.

Crise en Russie en 1998, où le rouble est dévalué.

Crise en Amérique latine en 1999-2002, le real est dévalué de - 30 %, puis le peso de 400 %.

Crise en Turquie et en Afrique du Sud en 2001-2002 : la livre et le rand se dévalorisent de - 25 et - 30 %.

Enfin, on s'interroge sur **la faiblesse d'un euro** perdant 30 % de sa valeur entre 1999 et 2001 et sur **la force d'un dollar** capable de perdre 30 % de la sienne entre 2002 et 2003 !

Ces crises se propagent telle une épidémie. Par le commerce international : celle du Sud-Est asiatique en faisant baisser les prix du pétrole et des matières premières a déséquilibré la Russie et le Nigeria, puis l'Amérique latine. Par la contagion des taux d'intérêt et de change : la hausse du dollar entre 1995 et 2002 a compromis la croissance du SEA fondée sur les exportations, avec taux de change fixe par rapport au dollar. Par les anticipations pessimistes : les détenteurs de capitaux volatils, échaudés dans le Sud-Est asiatique, se sont repliés vers l'Amérique ou l'Europe, y nourrissant les bulles boursières à la fin des années 1990 : *Flight to security* (« vol vers la sécurité »). Par les rumeurs déstabilisantes, parfois suffisantes pour provoquer la panique et les désengagements : la crise au Mexique en 1994, *effet Tequila*, commence à déstabili-

ser les grands voisins du Sud dès avant la grande vague des années 1997 à 2000.

Des crises présentant trois visages (Dehove, 2003).

a) *Crises de la dette* ou « *souveraines* » (P. Krugman), provoquées par des déséquilibres macro-économiques fondamentaux, surtout l'endettement de l'État, faisant craindre la monétisation de la dette, donc l'inflation ou le défaut de paiement. Exemples : l'Amérique latine des années 1980, le Mexique en 1994, la Russie en 1998. Un pays ou un État surendetté en devises par rapport à la capacité d'exportations, ou dont les dépenses publiques sont incompatibles avec l'assiette fiscale, dont les exportations ne couvrent pas les importations à long terme, dont la monnaie est trop instable pour attirer les capitaux nécessaires à son développement apparaît fragile. Si les spéculateurs anticipent l'épuisement des réserves de change et estiment le taux de change irréaliste, les capitaux étrangers ou nationaux sortent, les différentiels de taux d'intérêt (*spreads*) augmentent et étouffent l'investissement, les réserves de change s'épuisent et la dévaluation devient inévitable. Ces crises sont annoncées par une croissance monétaire élevée par rapport aux réserves de change, par une inflation accrue et des sorties de capitaux. Elles sont inéluctables et la date de leur déclenchement est prévisible. Leur issue est connue. Les spéculateurs, rationnels, se ruent sur les actifs réels, immobiliers par exemple, et/ou gagnent sur le taux de change en rapatriant leurs capitaux après la dévaluation. Les perdants sont les épargnants et les contribuables nationaux. Les marchés financiers imposent la raison aux autorités politiques. Ces crises se font plus rares avec les progrès de la politique monétaire, de la démocratie et du désendettement des États.

b) *Des crises autoréalisatrices* du type « jeu du chat et de la souris ». Les spéculateurs testent la volonté po-

litique ou la capacité d'un gouvernement et de la Banque centrale à défendre son taux de change, fixe en général, ou sa politique monétaire en dehors de tout déséquilibre fondamental. Le cercle vicieux se déroule : anticipations de perte de valeur de la monnaie nationale, sorties de capitaux, hausse des taux d'intérêt, puis ventes de devises par la Banque centrale pour les retenir et préserver le taux de change, perte de réserves de change et menaces sur la croissance, anticipations de dévaluation... La crise du SME en 1992-1993, celle du dollar de Hong Kong en 1997-1998 en font partie. Leur survenue et leur issue sont imprévisibles et plusieurs sorties envisageables. En 1993, la spéculation a testé la volonté politique des pays membres du SME vis-à-vis du projet de monnaie unique européen. Face aux ventes de monnaies faibles du SME, la Grande-Bretagne choisit de renoncer, quitter le SME, laisser le sterling se déprécier ; la France, au contraire, d'y rester et de poursuivre sa marche vers l'euro, au prix d'un chômage accru. Dans ces crises, les spéculateurs jouent contre le marché et la Banque centrale, qui perd ses réserves de change et risquent, eux, l'échec. S'ils gagnent, ce sont les travailleurs et les épargnants nationaux qui perdent.

c) *Les crises financières*, décrites par Kindleberger, se produisent dans des pays ayant financé leur développement ou des investissements improductifs par des entrées de capitaux à court terme. La libéralisation des mouvements de capitaux du compte financier de la balance des paiements dans le SEA en 1993 et le développement des marchés dérivés qui a accru la volatilité des capitaux en ont multiplié les occasions. La grande crise des monnaies du Sud-Est asiatique de 1997-1998, déclenchée par la hausse du dollar, renchérissant les exportations, en fait partie. Les capitaux à court terme sortent par crainte d'une dévaluation ou d'un défaut de remboursement.

Encadré 10. – Portraits de spéculateurs

William suspecte la valeur du bath thaïlandais ou du peso argentin ; il emprunte l'une de ces monnaies à un taux d'intérêt de 12 % par an à une banque locale ; profite de la convertibilité pour la convertir en dollar et attend ; beaucoup de William font augmenter la demande de dollar, donc baisser la devise exotique ; si celle-ci se trouve dévaluée de - 25 % dans le mois, William aura payé un intérêt de 1 % et gagné 25 %, soit un rendement de 24 % en un mois. Bien joué.

Un Rodrigo argentin apprend que le FMI soutient l'Argentine par un prêt en dollar pour restaurer la crédibilité de la monnaie argentine ; il emprunte du peso, le change en dollar, disponible dans les banques grâce au FMI, et le place à l'étranger ; beaucoup de Rodrigo font chuter le peso vis-à-vis du dollar ; rapatrient alors leurs dollars et remboursent leur banque. Leur gain égale le taux de la dévaluation qu'ils ont contribué à entraîner, pour un risque égal au pire à un mois de taux d'intérêt !

Un Vladimir voit en 1993 les sorties de capitaux et les prix libres, sauf ceux des matières premières. Il en achète une masse, les revend en dollar, placés en Suisse ou à Chypre et attend... la dévaluation du rouble ; il multiplie son capital en rouble par 9 ! Sept Vladimir...

Un Gerhardt souscrit des GKO en 1996 (titres publics de la dette russe) à fort taux d'intérêt, donc à risque élevé, pensant que le FMI soutiendra la Russie. Il comprend et vend ses titres, contraignant le Trésor russe à augmenter ses taux d'intérêt, puis à renier sa dette.

Quand la crise paraît imminente, les spéculateurs du monde entier affluent pour ces juteuses opérations. Les opérateurs des pays riches et les citoyens riches des pays concernés en tirent parti au détriment des contribuables locaux qui financeront le remboursement au FMI.

Dans tous ces épisodes de crises jumelles, financière et de change, plusieurs indicateurs s'allument au moins un an en amont selon les analyses convergentes du FMI ou du CAE : un taux de change réel surévalué ; une masse monétaire M2, donc le crédit, augmentant trop vite par rapport aux réserves de change, qui, elles, diminuent ; un chômage jugé insupportable ; des taux d'intérêt mondiaux se tendant ; dans les pays du Nord, le prix des actions baisse ; dans les PED les termes de l'échange baissent (prix des exportations / prix des importations).

2. Les zones d'ordre : monnaies fortes et faibles. – Trois évolutions logiques à long terme se dégagent cependant de ce désordre apparent.

a) *Des monnaies sous-évaluées* dans des pays jeunes ou en reconstruction souhaitant forger et protéger leur industrie naissante ou la reconstruire et la moderniser. Les exportations en sont stimulées et les importations découragées. Les miracles allemand des années 1949-1965 et japonais des années 1965-1985 ont consisté à restructurer la base industrielle à l'abri d'une monnaie faible. La Chine adopte cette stratégie depuis des années : la faiblesse du yuan ouvre les marchés à son industrie en plein développement, stimulant son système productif par la compétitivité prix. La médaille a son revers : le consommateur se voit fermer l'accès aux produits étrangers (les ordinateurs, chers) et le producteur vend à bas prix le travail national au reste du monde (les jouets). Mais l'emploi se développe ainsi dans les économies jeunes à l'abri d'une monnaie sous-évaluée. Une forme de protectionnisme équivalant à une politique monétaire expansive. Les monnaies des pays à forte croissance se valorisent au cours du développement ; le yuan s'appréciera donc un jour.

b) *Des monnaies s'apprécient* dans les pays à faible inflation, excédent durable des échanges extérieurs ou

attirant des capitaux par leur dynamisme : Allemagne, Japon jusqu'en 1990 et Suisse depuis longtemps. Ainsi le deutschemark se réévalua-t-il par rapport à toutes les monnaies de 1969 à 1987. Son taux de change par rapport au franc, avec lequel il était à parité en 1958, a plus que triplé jusqu'à son inclusion dans l'euro (tableau ci-dessous).

Taux de change mark/franc

1958 entrée CEE	1 DM = 1 F
1979 Création SME	1 DM = 2,3 F
1987 Stabilité,	1 DM = 3,35 F
1999 Création euro	1 DM = 3,35 F

De même le yen s'est-il apprécié, d'un multiple de trois environ par rapport au dollar entre 1970 et 1993. Ce fut l'*endaka*.

Les monnaies des pays ouverts au commerce et dont le niveau de vie et de productivité rattrape celui des pays plus avancés tendent à s'apprécier par l'effet Balassa-Samuelson déjà évoqué. Ainsi le taux de change effectif réel s'est-il apprécié de manière continue dans les Peco entre 1990 et 2002 pendant la période d'ancrage aux monnaies fortes puis après le flottement, malgré une baisse du taux de change nominal. Le rattrapage des prix induit par la convergence avec la zone euro devrait prolonger cet effet. Le rouble s'est stabilisé puis apprécié après 1999.

Un pays en forte croissance offre une rentabilité élevée des investissements et attire donc les capitaux. Son taux de change doit normalement s'apprécier. Une politique monétaire restrictive conduit aussi à une appréciation de la monnaie nationale selon la formule suivante :

$$\text{Trn} = \text{Tri} + d\text{Tch}/\text{Tch} + \text{prime de risque}$$

avec : Trn : taux d'intérêt réel national ; Tri : taux d'intérêt réel international ; Tch : taux de change.

Encadré 11. – L'endaka japonais

Le yen s'est fortement apprécié à deux reprises : de + 58 % en termes effectifs entre 1985-1988, puis de + 43 % entre 1990-1995. Ce yen surévalué (baisse des prix des importations et hausse des prix des exportations) devait résorber l'excédent commercial japonais, contrepartie du déficit américain. Il a surtout eu un effet monétaire interne : en faisant baisser les prix de gros (- 5 % en 1995) et la marge des entreprises, qui firent pression sur les salaires, il a contribué à affaiblir la demande et l'activité. La baisse des prix et des salaires augmentant le taux d'intérêt réel. Le Japon a perdu des parts de marché et dû délocaliser une partie de sa production. L'endaka n'est pas étranger, combiné avec l'éclatement des deux bulles, à l'entrée du Japon dans la déflation vers 1995.

Taux de change dollar/yen

1970	1 \$ = 370 Y
1982	1 \$ = 250 Y
1993	1 \$ = 116 Y
2003	1 \$ = 118 Y

Une monnaie forte favorise la désinflation importée, réduit le recours aux politiques monétaires restrictives, donc fait baisser le taux d'intérêt, améliore les termes de l'échange et le solde commercial à court terme, accroît le profit des entreprises en abaissant le coût des produits primaires et semi-finis importés. À long terme elle agit sur la division internationale du travail et la spécialisation de l'économie en faveur de produits ou services à forte valeur ajoutée qui permet de vendre cher le travail national. Ce en quoi elle augmente le pouvoir d'achat des citoyens.

Le dollar s'est apprécié à très long terme par rapport à l'ensemble des monnaies européennes, grâce à la meilleure maîtrise de l'inflation par les États-Unis jusqu'en 1980 puis grâce à leur capacité d'attirer des capitaux par la suite.

c) Des monnaies se dévalorisent. Au contraire, la livre sterling, le franc, la lire italienne et la peseta espagnole se sont dévalorisés, ont subi des dévaluations et des spéculations à la baisse à répétition faisant sortir les capitaux pour cause d'inflation plus forte et de balances des paiements déficitaires entre 1960 et 1990 ou 1995 selon le pays. Cercle vicieux où l'inflation provoque la dévaluation défensive, qui relance l'inflation, qui provoque la spéculation et les sorties de capitaux, lesquels imposent la dévaluation qui relance l'inflation... Une double instabilité monétaire interne et externe s'autoentretient. Leur entrée dans la zone euro préserve ces pays, à part le Royaume-Uni, de l'instabilité externe depuis 1999.

En termes effectifs, c'est-à-dire pondérés par le volume de leur commerce extérieur, les monnaies ont évolué comme suit depuis 1990 (base 100) :

Taux de change effectif (OCDE, Juin 2003)

Yen	133, s'est apprécié
Dollar	120, s'est apprécié
Franc suisse	117, s'est apprécié
Livre sterling	103, a fluctué
Écu puis euro	86, se sont dépréciés
Lire/Peseta	72/75, se sont dépréciées

Encadré 12. – Du franc faible au franc fort

Entre 1986 et 1993 la France prend une décision politique historique : substituer aux dévaluations défensives et compétitives d'un franc faible la désinflation compétitive générant un franc fort lié au mark pour redresser ses échanges extérieurs et préparer son

entrée dans l'Union monétaire. Le pari fut gagné : la balance des paiements, dont le déficit structurel provoquait ces dévaluations récurrentes depuis les années 1950, devint excédentaire à partir de 1992 ; la part de marché de la France dans le commerce mondial se maintient (au contraire de celle de l'Allemagne) ; la productivité horaire française égale aujourd'hui celle des États-Unis. Après cinq dévaluations du franc par rapport au mark en 1981-1982-1983 puis 1986-1987 et malgré les spéculations de 1992-1993 contre le franc, la monnaie française a rompu avec sa tradition de dévaluation. Ce fut au détriment du chômage dans un contexte de salaires rigides où l'ajustement aux exigences de productivité dut se faire par l'emploi.

3. Balance des paiements et taux de change.

L'offre et la demande d'une monnaie dépendent de quatre facteurs dont l'importance relative s'est transformée (Plihon, 1999). *a*) Le solde de la balance des paiements courants, opérations commerciales et revenus de facteurs. Selon la théorie classique de G. Cassel en 1911, il détermine un taux de change à « parité de pouvoir d'achat » (PPA) duquel une monnaie ne peut s'écarter durablement sauf à déclencher des flux commerciaux équilibrants. Le taux de change d'équilibre est tel qu'il procure un pouvoir d'achat intérieur, en monnaie nationale, et extérieur, en devises, égal. L'OCDE l'estime entre 1,1 et 1,2 dollar par euro. Un déficit important des échanges extérieurs déclenche la vente de monnaie nationale, donc la baisse du taux de change, tendant à rééquilibrer les échanges. J. Williamson de l'Institut d'économie internationale de Washington, moins exigeant, envisage un « taux de change d'équilibre fondamental » (*FEER : Fundamental equilibrium exchange rate*) ren-

nant le déficit commercial américain soutenable et finançable autour de 1,2 à 1,35 dollar par euro. Il doit conduire à l'équilibre de la balance de base (courante plus IDE). Un tel ajustement se fait avec retard et prend du temps (un à deux ans); le taux de change peut donc s'écarter pendant plusieurs années de ces valeurs d'équilibre en regard des échanges commerciaux. *b)* Les investissements directs étrangers (IDE), équilibrants pour les monnaies et pour l'économie, car porteurs de technologie et durables. Leur montant dépend de l'attractivité et de la productivité de l'économie, donc des profits anticipés à long terme et de la croissance potentielle du pays. *c)* Les flux boursiers d'achats d'actions et d'obligations, attirés par des taux d'intérêt supérieurs aux anticipations de variation du taux de change et par les bulles boursières. *d)* Les flux monétaires à court terme qui vont vers les pays à marché monétaire liquide et monnaie stable offrant des taux d'intérêt nominaux élevés. Volatils par nature et liés à la politique monétaire du pays, ils sont donc instables et réversibles. Plus les taux d'intérêt sont faibles dans les pays riches, comme au Japon ou aux États-Unis, plus les opérateurs ont intérêt à y emprunter et à placer les capitaux dans des pays émergents offrant par définition des taux nominaux plus attractifs.

L'importance de ces flux s'est inversée avec la globalisation financière et la mondialisation des entreprises. Le haut de la balance (*a* et *b*, balance de base), qui représentait 75 % des échanges en 1970, en représente aujourd'hui 15 à 25 % selon les pays. Le bas de la balance (*c* et *d*, les flux de capitaux instables) en représente entre 75 et 85 %. 90 % des opérations de change proviennent d'investissements ou de spéculations; pas d'opérations commerciales.

En raison de la différence de volatilité de ces flux et des délais d'ajustement, il se produit donc des décalages importants, durables et fréquents entre le taux de change propre à équilibrer la balance commerciale et celui qui résulte des flux de capitaux, comme l'a montré R. Dornbush. Les taux de change s'ajustent instantanément aux mouvements de capitaux et aux déséquilibres sur les marchés financiers mondialisés, alors que les prix des biens et services sont rigides à court terme. Par exemple, un dollar fort valant 1,2 € attire les capitaux mais déséquilibre la balance des paiements courants américaine. Ce taux peut durer mais perdurer sans fin.

À court terme, le marché des changes est dominé par les mouvements de capitaux ; à long terme, par les échanges commerciaux et les fondamentaux économiques. Ces désajustements profonds et longs (cinq ans parfois) entravent le bon fonctionnement de l'économie et les anticipations. Ils provoquent des bulles de change puis des ajustements brutaux dont la crise du SME en 1992-1993 offre la triste mémoire. Ces brusques variations de taux de change sont source d'instabilité externe et interne. Une hausse de + 10 % de la monnaie européenne peut amputer le PIB de la zone euro de près de 1 % la première année puis de 1,8 % l'année suivante.

Par exemple, un pays en forte croissance, comme ceux du SEA, pays jeunes, ou comme les États-Unis des années 1990, pays mûr, attire des investissements directs qui stimulent sa croissance et son innovation, donc font s'apprécier sa monnaie ; cette appréciation attire à son tour des capitaux à court terme qui peuvent nourrir une bulle financière et/ou immobilière, favorisant la consommation, donc la croissance ; ce pays investit et consomme en important et l'appré-

ciation de sa monnaie détériore sa compétitivité, faisant baisser ses exportations ; sa balance commerciale devient déficitaire, un peu, beaucoup... comme aux États-Unis et son taux de change contribue à accroître ce déficit... jusqu'au jour où les marchés le jugent irréaliste ; les mouvements de capitaux s'inversent alors avec brutalité, dévalorisant la monnaie. Exemples : la baisse du dollar en 1985 puis en 2002. Pendant une première période, les flux de capitaux mènent la danse ; pendant une seconde, la balance courante, donc l'économie réelle, sonne la fin de la récréation. Le déséquilibre étant la règle du change, comment espérer la stabilité des monnaies ?

Enfin des bulles se forment aussi sur les marchés des changes, décrites par P. Krugman et par O. Blanchard. La plus célèbre étant celle du dollar entre 1982 et 1985. Elles sont incompatibles avec l'efficacité des marchés et les anticipations rationnelles. Les anticipations deviennent autoréalisatrices. Le marché ne fait pas toujours bien ses comptes, mais les taux de change dépendent de l'ensemble des anticipations et d'achats moutonniers et mimétiques.

5. La souffrance des pays pauvres. – La question monétaire constitue une superbe application de la théorie marxiste de Rosa Luxemburg sur l'asymétrie entre « le centre et la périphérie ».

a) *Les pays avancés tirent parti des opportunités* de placement rémunératrices dans les économies émergentes et peuvent rapatrier leurs capitaux sans dommage pour leurs propres monnaies, tout au plus nourrissant leurs bulles. Les crises de 1997-1998, perçues comme mondiales, n'ont en rien ralenti la croissance dans l'OCDE entre 1997 et 2000, années fastes au contraire. Les dévaluations des monnaies asiatiques ont amélioré leurs termes de l'échange,

permettant à leurs consommateurs d'acheter à bas prix les produits des pays exotiques. Leurs systèmes bancaires sophistiqués permettent à leurs entreprises de se couvrir contre les risques de change sur les marchés à terme et d'options.

b) *Les crises financières et de change* combinées furent plus nombreuses à toute époque dans les PED. Seule exception : la grande dépression des années 1930 où la turbulence des marchés financiers et des devises fut surtout le lot des pays industriels.

Les économies du Sud subissent les effets déstabilisants de la conjoncture du Nord et des politiques monétaires. Exemples : la politique de désinflation américaine, par la hausse vertigineuse des taux d'intérêt mondiaux qu'elle entraîna, déclencha les crises de change sud-américaines des années 1980 et engendra une décennie perdue pour le développement. Selon le FMI, une baisse de -1% du PIB du G7 se traduit par une baisse de $-0,4\%$ de celui de pays émergents. Une baisse de -1% du taux d'intérêt mondial par une croissance de $+0,3\%$ supérieure. Ces élasticités sont trois fois moindres entre les États-Unis et leurs partenaires du Nord.

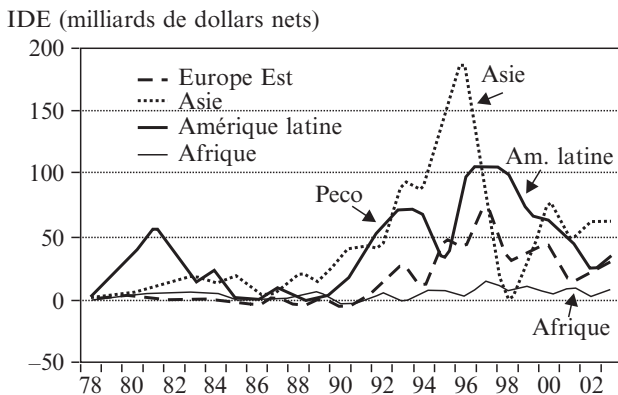
c) *Certains pays émergents sont petits*, donc fragiles et instables : le PIB des sept pays émergents du SEA se compare à celui de la France. Peuvent-ils avoir sept monnaies ? *Ils sont très ouverts* au commerce international (les exportations représentent 67% du PIB en Thaïlande, 45% en Corée) et peu spécialisés (électronique dans le SEA, textile en Inde, produits agro-alimentaires en Argentine, énergie et matière premières au Venezuela) ; leurs produits sont souvent facturés et réglés en dollar. Exemple : au Venezuela, économie de rente, 80% des exportations, 55% des recettes fiscales et 25% du PIB proviennent du pétrole.

Ces pays souffrent de l'instabilité du dollar qui se combine avec le cycle ample des prix des matières premières. Quand leur monnaie est liée au dollar, si celui-ci s'apprécie, leur compétitivité diminue, surtout par rapport à leurs voisins, souvent concurrents comme le sont le Brésil et l'Argentine. Quand le dollar ou le prix des matières premières baisse, la valeur de leurs exportations en monnaie locale s'effondre, comme en Amérique latine ou en Afrique. Comme ils sont lourdement endettés en devises toute hausse du dollar augmente la charge de leur dette publique et/ou de celle du secteur privé. Exemple : quand le real perd 40 % de sa valeur en 2002, passant de 2,4 à 4 real/dollar, la prime de risque sur les emprunts obligataires augmente d'autant, passant de + 8 à + 24 % par rapport aux emprunts du Trésor américain sur titres comparables. Or 60 % de la dette du Brésil est indexée sur le dollar et 25 % est à moins d'un an. Le montant de la dette estimée en real augmente donc, du fait du taux de change, de + 24 % et l'intérêt à payer de + 10 %. Les contribuables qui devront verser des impôts en real pour rembourser en seront appauvris d'autant.

d) *Les capitaux attirés à court terme sont volatils et pro-cycliques* : ils affluent, abondants, en période faste, puis refluent en catastrophe à la moindre alerte, entraînant même parfois avec eux les capitaux locaux. La volatilité du taux de change se répercute sur les taux d'intérêt qui incorporent une prime de risque pour compenser le risque de change, prime augmentant comme le carré de la volatilité (si la volatilité double, le *spread* quadruple). Cela accroît le coût du capital et décourage l'investissement. Exemple : l'Afrique où la volatilité des termes de l'échange réels réduit la rentabilité des projets d'investissements et explique une large partie

du retard de croissance du continent selon P. Guillaumont. Cette volatilité compromet souvent l'équilibre macro-économique en déséquilibrant la balance des paiements courants et/ou le solde budgétaire. Ces pays ne choisissent pas la date de leurs dévaluations, souvent située en période de récession et/ou de crise de leurs partenaires commerciaux, donc en tirent rarement tout le parti potentiel.

e) Enfin la globalisation financière semble avoir transféré *le risque d'instabilité vers les pays émergents*. On constate bien que la bulle des pays du Nord à la fin des années 1990 s'est propagée dans les pays émergents : en Asie et dans une moindre mesure en Amérique latine (graphique ci-dessous). Ces pays ont attiré des capitaux en volume supérieur à leurs besoins qui ont provoqué dans un premier temps de l'inflation financière puis des crises de change.



Graphique 9. – Bulle des investissements :
pays en développement

Chiffres OCDE

Les acteurs financiers globaux, banques internationales, fonds de pension, *hedge funds*, recherchent une forte rentabilité à court terme partout dans le monde. Ils sous-évaluent les risques dans les pays émergents, surtout s'ils y sont encouragés par un taux de change fixe ou des garanties du FMI. Leurs apports de capitaux peuvent contribuer à un surinvestissement, facteur de réduction de la productivité. Ils poussent les banques locales, qui disposent de trop de liquidités, à investir dans des activités risquées pour obtenir un haut rendement, voire à nourrir des bulles immobilières, promesses de plus-values rapides, comme en Thaïlande. Quand ils anticipent la baisse de la rentabilité, ils surestiment alors le risque et se retirent, précipitant la monnaie du pays exotique dans la crise. Ce risque systémique est au cœur de la finance mondialisée.

Les effets sociaux et économiques des chocs y furent des tragédies sociales à cause de la pauvreté, de l'absence de filets de sécurité sociale, d'État-providence et d'assurance chômage. L'effondrement de l'activité y fut plus marqué dans les années 1990 que dans les pays industriels pendant les années 1930. Des baisses de la production nationale annuelle de plus de 10 %, avec leur cortège de faillites, licenciements, pauvreté, destruction de valeur et la remise en cause des espoirs de développement pendant plusieurs années.

6. Les causes de fragilité. – Les pays émergents sont rendus *fragilisés par trois risques internes* : un endettement à court terme élevé, les mettant en risque de liquidité et de taux. Une dépendance trop forte vis-à-vis des capitaux étrangers. Des banques et des entreprises publiques prenant trop de risques économiques. Enfin

parfois par un taux de change fixe qui menaçait leur compétitivité.

a) *Trois erreurs de politique de change* portent la responsabilité plus directe de la crise : 1 / la libéralisation trop rapide des mouvements de capitaux à court terme, déstabilisants, donc l'ouverture totale du compte de capital ; 2 / l'ancrage rigide de nombre de leurs monnaies au dollar. Son appréciation à partir de 1995, couplée avec une baisse du yen, a compromis les exportations de ces pays dans leur zone et semé le doute ; 3 / le choix de défendre cette parité par une hausse des taux d'intérêt parfois vertigineuse, sur le conseil ou l'exigence du FMI. Politique monétaire restrictive qui ne retint pas les capitaux mais étouffa l'économie interne selon le cercle dépressif propre aux crises d'endettement. Enfin cette politique épuisa leurs réserves de change en pure perte. J. Stiglitz affirme que les organismes internationaux portent une lourde responsabilité dans cette histoire (Stiglitz, 2002). Les opérateurs ressentaient un double sentiment de sécurité : le taux de change des monnaies asiatiques semblait stable vis-à-vis du dollar et le FMI semblait le garantir. Cette double certitude créa une situation de *moral hazard* (« aléa moral ») et conduisit les opérateurs à sous-estimer le risque et à surinvestir. Trop de capitaux à court terme, flottants donc instables, furent attirés. R. McKinnon avait déjà détecté ce phénomène en Corée du Sud dans les années 1970.

b) Rien dans la situation macro-économique, sociale et économique fondamentale du SEA, la zone du *miracle asiatique* ne justifiait pareille violence. Modèle de développement par l'économie de marché et l'ouverture internationale, cette région épargnait et investissait 35 % de son PIB et réalisait des profits éle-

vés ; l'État avait investi dans l'éducation, la santé et l'industrie ; l'inflation restait faible ; l'enrichissement permettait le partage égalitaire des fruits d'une croissance de 6-10 % par an, la résorption de la pauvreté et de l'inégalité. Tout ou presque justifiait l'admiration du monde depuis trente ans. Mais quand le bath thaïlandais a décroché dans l'été 1997, il a provoqué la panique et entraîné dans sa chute les monnaies voisines, la baisse de chaque devise se nourrissant de celle des autres. Tel Méphisto, l'instabilité monétaire veillait.

c) *La situation en Amérique latine* justifiait mieux la crise de 1998. Une inflation, tel le lait sur le feu, calme mais menaçante. Une société en portant les stigmates : inégalités extrêmes, une épargne inférieure à 20 % du PIB, insuffisante pour financer un état gourmand et un secteur productif incapable de satisfaire les besoins de la population. Des ressources d'exportation très volatiles et un besoin aigu d'attirer des capitaux. Une histoire ancienne d'instabilité interne et externe sapant la confiance et bloquant la croissance potentielle. L'histoire monétaire du continent est une longue suite de crises monétaires et de change récurrentes tous les dix ans environ et de décennies perdues pour le développement. Taux de change fixe ou pas, ses monnaies sont parmi les plus instables à long terme.

d) *La Chine et l'Inde* ont échappé au chaos monétaire des années 1990 par leur sagesse. En maintenant le contrôle sur les mouvements de capitaux à court terme, libéralisant seulement les investissements directs de l'étranger. Leurs monnaies sont partiellement convertibles et stables comme l'illustre le graphique 8d. Depuis 1980, ces deux pays ont évité les crises majeures et déstabilisantes de change, ils contrôlent leurs taux de change en fonction de

leur politique commerciale. La roupie indienne est arrimée au dollar par un taux de change glissant en fonction de la différence d'inflation entre les États-Unis et l'Inde.

Le yuan est lié au dollar depuis 1994 par un taux de change fixe de 8,27 yuans par dollar avec une marge de fluctuation de $\pm 0,03$. La Chine maintient le yuan sous-évalué pour favoriser son insertion dans le commerce international ; sous-évalué de 20 à 40 % en termes de compétitivité commerciale compte tenu de la dévalorisation des autres monnaies asiatiques depuis 1997. En témoignent les excédents massifs et croissants de la balance commerciale chinoise vis-à-vis des États-Unis et de l'Europe et les gains de parts de marché des Chinois dans le commerce international. La dévalorisation du dollar depuis 2001 a accentué celle du yuan vis-à-vis des autres monnaies, du yen en particulier. La Chine qui augmente en même temps ses réserves de change en achetant du dollar pour empêcher le yuan de s'apprécier devient ainsi un acteur majeur à double titre : commercial et monétaire.

L'AVENIR DE L'EURO ET DES AUTRES MONNAIES

1. **Le yo-yo dollar/euro.** – Dans le nouveau monde bipolaire le taux de change entre le dollar et l'euro devient central. Toute variation dollar/euro affectera les termes de l'échange des monnaies du monde.

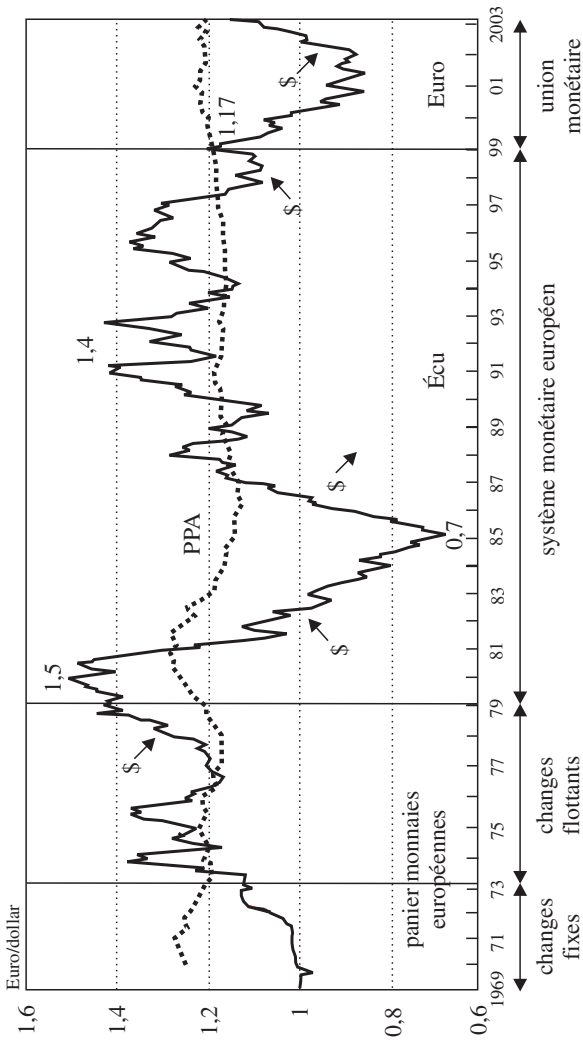
a) *La zone euro protégée.* Les Européens avaient intérêt à créer une union monétaire parce que leurs économies constituent à peu près une zone monétaire optimale telle que définie par R. Mundell et R. McKinnon. Le commerce entre les douze pays membres est très intégré (intra-zone : 70 % de leur commerce international hors matières premières) mais l'ensemble est assez fermé vis-à-vis du reste du monde (extra-zone : entre 11 et 13 % du PIB) ; les pays membres subissent à peu près les mêmes chocs externes ; ils partagent une philosophie de stabilité monétaire et acceptent de déléguer leur souveraineté monétaire à une banque centrale commune. Seule la dernière condition pour constituer une zone monétaire optimale est mal respectée en Europe : les hommes et les capitaux y sont peu mobiles.

Et les Européens de l'Union économique et monétaire tirent grand parti de leur zone monétaire à l'intérieur de laquelle l'instabilité monétaire interne et externe est éliminée. Les entreprises de la zone euro ne subissent plus le risque de change entre elles et bénéficient de bas taux d'intérêt. Le secteur de l'habillement français ne vit plus dans la hantise des

dévaluations de la lire italienne ; les investisseurs italiens n'espéraient pas des conditions d'emprunt aussi avantageuses. Les gouvernements sont à l'abri des crises spéculatives menaçant les monnaies faibles. Sans l'euro, la France se serait offert une bonne crise de change pour son chômage, son aventureuse politique des 35 heures ou pour ses grèves à répétition dans le secteur public ! Heureux effet. Ne faisons pas le cauchemar d'un éclatement de cette zone, certains pays s'en retirant. Le point de non-retour semble atteint. Le rêve d'un taux de change symbolique et stable, *1 euro = 1 dollar* non plus. Ce serait trop beau, trop simple !

b) *Un nouveau paradigme.* Les pays de la zone euro sont passés d'un régime de taux de change fixe entre leurs monnaies, celui du SME, à un régime de taux de change flottant vis-à-vis du dollar avec une monnaie unique. Une révolution culturelle et un nouveau paradigme monétaire. Dans le premier régime, asymétrique et proche d'une zone mark, le franc était lié par une parité fixe au mark et la vertu consistait à ne pas s'en éloigner ; nous y perdions notre souveraineté monétaire et devions aligner nos taux d'intérêt sur ceux de l'Allemagne. On percevait mal que les monnaies du SME, entraînées par le mark, flottaient conjointement vis-à-vis du dollar. Dans le nouveau régime, l'euro flotte vis-à-vis du dollar et la norme devient l'instabilité du taux de change qui se forme au jour le jour sur les marchés des changes en fonction de l'offre et de la demande d'euro et de dollar. Il est donc par nature variable.

La zone euro élimine l'instabilité des changes intra-zone, vite oubliée, mais la transfère à l'extérieur, au taux de change euro/dollar, où elle est vite vilipendée. On s'interroge en un débat métaphy-



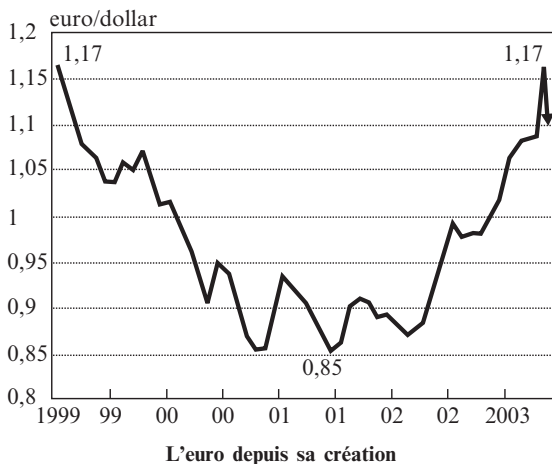
Graphique 10. – Le yo-yo euro/dollar

Lecture : Taux de change euro/dollar : combien de dollars s'échangent contre un euro puis un écu du SME. Flèches : hausse/baisse du dollar. Taux de change à parité de pouvoir d'achat : selon OCDE. Courbe croissante = dévalorisation du dollar ; décroissante = baisse de l'euro.

Chiffres : Banque de France.

sique bien à la française : l'un sera-t-il fort et l'autre faible ? Si oui, lequel ? L'euro recèle-t-il un *potentiel d'appréciation* comme le prétendait Wim Duisenberg, le président de la BCE lorsque l'euro s'affaiblissait ?

c) *Euro faible ou fort ? Dollar fort ou faible ?* La question n'est guère pertinente ! Chacun le sera alternativement. Le graphique 10 décrit l'évolution du taux de change des monnaies européennes : panier analogue à l'euro jusqu'en 1979, écu entre 1979 et 1999, puis euro, par rapport au dollar. Il révèle deux particularités à ne pas oublier : 1 / Les longs cycles du dollar, qui n'a cessé de fluctuer par rapport à toutes les autres monnaies, européennes comme japonaise, depuis la fin du régime de Bretton Woods. L'écu passant de 1,5 à 0,7 puis à 1,4 \$, soit deux variations du simple au double entre 1980 et 1985 puis 1991. Et aussi l'euro passant de 1,17 \$ lors de sa création en 1999 à 0,85 \$ en 2001 pour retrouver son poids de naissance, 1,17 \$/€, en mai 2003, après une baisse puis une hausse



d'un tiers entre début 1999 et mai 2003, pour replonger en août ; 2 / Autour de cette tendance, le dollar fluctue autour de sa parité de pouvoir d'achat (PPA) par rapport aux monnaies européennes. Il peut s'en écarter fortement, comme en 1985.

Quand la croissance américaine est forte, un dollar fort est bon pour l'Amérique ; quand la croissance molle et le chômage sévissent sur notre continent, un euro faible est bon pour l'Europe. Quand les conjonctures s'inversent, les rapports entre ces monnaies doivent changer. Les fluctuations du change confortent aussi parfois les politiques monétaires.

Les théories du change justifient ces appréciations et dépréciations successives en fonction des facteurs suscitant des opérations de change (chapitre précédent). 1 / Le dollar fluctue bien autour de sa parité de pouvoir d'achat, y revenant autour de 1975, en 1981, 1987, 1990, 1994 et 2003. La PPA joue alors le rôle de point d'ancrage à long terme : plus on s'en écarte et plus la probabilité d'un retournement pour y revenir augmente. L'économie réelle rappelle régulièrement sa force. 2 / Les différences de politique monétaire, donc d'inflation et de taux d'intérêt, expliquent la majeure partie des écarts comme l'enseignent les monétaristes. Le dollar s'apprécie entre 1980 et 1985 à cause de la politique anti-inflationniste de Paul Volker (président de la FED) ; l'écu s'apprécie de 1990 à 1995 à cause de la politique monétaire restrictive de Hans Tietmeyer (président de la Buba) après l'unité allemande ; le dollar baisse de 1985 à 1990 pour rééquilibrer la balance commerciale américaine ; puis s'apprécie à partir de 1995 grâce au flux de capitaux attirés par la forte croissance des États-Unis, offrant une exceptionnelle rentabilité renforcée par les plus-values dues à la bulle boursière. Il baisse depuis la mi-2001 à cause de la réapparition des déficits jumeaux du budget public et

de la balance commerciale faisant peser des doutes sur leur financement et du taux d'intérêt plus attractif pour les capitaux flottants en Europe. 3 / Le déficit de la balance des paiements américaine (- 5 % du PIB en 2003) qui deviendra impossible à financer devrait provoquer une forte dépréciation du dollar, donc la remontée de l'euro.

Ces mouvements sont conformes à la théorie de G. Cassel ou de J. Williamson et annoncés par A. Greenspan (président de la FED). Mais quand se déclenchent-ils ? Nul ne sait le prédire. Entre ces périodes, en 1985 et en 1993, la spéculation et des bulles de change ont accentué l'écart par rapport aux taux de change d'équilibre, comme le prévoyait Keynes.

Le dollar mène la danse des taux de change. Les Européens s'horrifient de la subir. Quand l'euro se déprécie, la France politique s'offusque, la France bancaire craint l'inflation, la spéculation et la perte de crédibilité pendant que les exportateurs se frottent les mains en silence ; quand il s'apprécie, la France industrielle s'offense de voir fondre sa compétitivité et se profiler la déflation, la France politique, elle, se sent flattée !

Qu'en sera-t-il demain ? La disparition des écarts d'inflation et la stabilité monétaire interne sur les deux continents ne suffiront pas à stabiliser les taux de change réel ou nominal entre dollar et euro. Dans le monde bipolaire, le taux de change euro/dollar est devenu moins volatil à court terme. En revanche, la volatilité des monnaies périphériques a augmenté. À court terme les bruits, rumeurs, les déclarations des banquiers centraux, des hommes politiques alimentent le tam-tam médiatique et le font fluctuer en dehors des fondamentaux. À moyen terme, il sera plus sensible aux facteurs classiques liés à la conjoncture. La combinaison de politiques monétaires indépendantes

avec une forte mobilité des capitaux produit une instabilité monétaire internationale. D'où l'inévitable volatilité. Il faudra s'y habituer. L'histoire nous rappelle aussi que l'existence d'une seule monnaie hégémonique, le sterling avant la Première Guerre mondiale, le dollar après la Seconde, a induit la stabilité des taux de change plus que la coexistence de deux monnaies dominantes pendant l'entre-deux-guerres, période d'instabilité. Euro et dollar coexistant, l'instabilité entre eux devrait perdurer.

d) Des puissances réticentes à toute coordination. Chaque continent se montre en effet jaloux de sa souveraineté monétaire et définit sa politique monétaire selon sa situation interne et son intérêt égoïste. Sauf en cas de menace grave commune, la dimension des économies et leur faible degré d'ouverture accentueront l'importance des objectifs internes par rapport à l'effet du taux de change. Les chocs (prix du pétrole, guerre) se produisent et se répercutent différemment d'un continent à l'autre. Les mouvements de capitaux seront plus déstabilisants entre les deux monnaies de placement à l'avenir. Alors, le yo-yo a de beaux jours devant lui ! Faut-il le freiner ?

Certains analystes : J. Williamson, F. Bergsten aux États-Unis ou O. Davanne en France suggèrent que les deux Banques centrales s'entendent sur un taux de change dollar/euro cible (1,2 à 1,3 dollar/euro) et des marges de fluctuations, +/- 10 % par exemple, et organisent une coordination des interventions sur les marchés et des politiques économiques. Cette perspective reste lointaine à en juger par les forces en présence, les différences de conjoncture et de croissance potentielle entre nos continents.

e) Des banques centrales impuissantes. D'abord leurs textes fondateurs ne leur impartissent aucun objectif de change. La FED pratique la « douce négli-

gence » (*benign neglect*) et laisse le dollar flotter. Et la BCE aussi, excepté si une baisse de l'euro risque de susciter de la spéculation ou de l'inflation importée. La BCE, dont la zone est fermée, sera moins préoccupée par la valeur du dollar que la Bundesbank, dont le pays était très ouvert, ne l'était par celle du mark. Les réserves de change de la FED et de la BCE (415 milliards de dollars à elles deux) sont trop modestes par rapport aux opérations de change (1 500 milliards de dollars/jour) pour stabiliser le marché durablement. Elles peuvent modestement orienter les anticipations ou tirer la sonnette d'alarme annonçant une bulle. Elles interviennent à la marge lors des retours du balancier (*renversement ordonné* en 1985, 1987 et 1995) ou dans les situations critiques (septembre 2001).

Préférons l'instabilité des changes au retour du dilemme cornélien nous ayant obligé à privilégier la monnaie par rapport à la croissance et à l'emploi dans les années 1990 ! Gare à ne pas engager la course aux taux d'intérêt avec l'Amérique après l'avoir faite avec l'Allemagne pendant dix ans ! Les forces du marché nous dépassent et l'égoïsme domine les choix de politique monétaire d'un continent à l'autre. Stabiliser le change voudrait dire nous aligner sur l'Amérique ou obliger l'Amérique à s'aligner sur nous. Un rêve d'Européen, un cauchemar d'Américain ! Une grande puissance ne renonce pas à sa souveraineté monétaire.

f) *Réduire le risque de change*. Le principal inconvénient du yo-yo provient de l'usage du dollar comme unité de compte pour fixer les prix, comme monnaie de facturation et de règlement dans les grands contrats, les airbus par exemple, et les achats de matières premières. Les grandes entreprises internationales comme Nestlé, Lafarge, L'Oréal, EADS y échappent en se protégeant contre ce risque de change sur les marchés dérivés : à six mois en Bourse et à un an pour

les contrats commerciaux. Par exemple, une société utilisant beaucoup de pétrole pour ses produits peut l'acheter à un prix fixé sur le marché à terme ; une société américaine vendant ses produits en euro peut négocier un *swap*, échangeant ces euros contre des dollars à un taux de change fixé. Le tout en payant une prime qui devient exorbitante au-delà de six mois à un an. Aucun marché dérivé ne protège contre les variations de grande amplitude des prix des matières premières et des taux de change. Les résultats des entreprises en souffrent un jour ou l'autre. Certaines sociétés comme Novartis ou AstraZeneca présentent leurs comptes en dollar. La plupart, telle Air Liquide, cherchent à être *hedgées*, c'est-à-dire à équilibrer leurs coûts et leurs recettes en chaque monnaie dans chaque zone d'activité, ou achètent des contreparties auprès de *hedge funds* (« fonds de contrepartie »). Mais les bénéficiaires rapatriés subissent en tout état de cause les fluctuations du change. Une baisse de 10 % du dollar réduit en moyenne de 3,5 % le résultat par action des grands groupes européens.

Pour échapper à cette servitude du yo-yo les Européens doivent chercher à négocier leurs avions, leurs fusées, leurs matières premières et leur énergie en partie en euro. L'Europe est le premier exportateur d'avions long-courriers et le premier importateur d'énergie au monde. Ses partenaires commerciaux hors des États-Unis limiteraient eux aussi leur risque de change par de telles pratiques. Une Europe forte œuvrerait en ce sens.

En outre, une réflexion sur le partage du risque de change entre les pays du Nord et du Sud s'impose. En effet, les pays consommateurs d'énergie et de matières premières se trouvent exposés au risque de hausse du prix et/ou du dollar dont les chocs pétroliers nous rappellent les affres ; ils devraient se couvrir sur les mar-

chés financiers par des ventes à terme ou des options sur ces produits ou sur le dollar. Les pays producteurs sont soumis au risque opposé de baisse et devraient se couvrir par des achats de contrats à terme de produits et de devises. Les deux parties tireraient avantage de ces couvertures. Les créanciers des pays du Sud également puisque le risque de crise financière et d'insolvabilité diminuerait. Le risque lié à la volatilité des prix des matières premières devrait être largement mutualisé entre le Nord et le Sud. Il repose en partie sur l'Europe et le Japon, principaux importateurs qui doivent payer en dollar ; mais surtout sur les pays pauvres. La situation actuelle constitue un grand échec de la finance moderne. L'Europe aurait un intérêt direct à promouvoir ce partage moins hégémonique du risque de change, actuellement organisé au profit des États-Unis et au détriment des producteurs de matières premières. L'idée de négocier et de payer ces produits moitié en dollar et moitié en euro éliminerait le risque de change sur ces contrats. Une utopie ?

Les pays du Moyen-Orient et les producteurs d'énergie auraient intérêt à utiliser en partie l'euro pour facturer leur pétrole et acheter des biens d'équipement afin d'échapper à la volatilité du dollar et à l'hégémonie de la finance et de l'industrie américaines. La modernisation de l'Irak constituera un test à cet égard.

L'euro pourrait bénéficier d'une double opportunité. La baisse du dollar en 2003 et le conflit en Irak devraient pousser les pays d'Asie et du Moyen-Orient à s'intéresser à la monnaie européenne, voire à retirer leurs avoirs des États-Unis. L'anti-américanisme latent diminuerait alors l'inégalité entre les deux grandes monnaies internationales.

Pour conclure sur l'euro et le dollar, les cycles économiques sont souvent décalés entre nos continents ;

nos croissances potentielles diffèrent. Ces réalités imposent des politiques monétaires et des mouvements de capitaux induisant une forte instabilité à moyen terme du change dollar/euro. La volatilité entre nos monnaies semble avoir un bel avenir devant elle. À long terme, l'endettement des États-Unis jouera en faveur de l'appréciation de l'euro ; la faible croissance potentielle de l'Europe, son retard d'investissement et sa dette sociale gigantesque joueront en faveur de celle du dollar.

2. Les monnaies des petits pays. – Le taux de change de la monnaie nationale est un prix directeur essentiel pour les petites économies très ouvertes. Il agit sur les prix internes, le pouvoir d'achat des salaires et les profits, enfin les mouvements de capitaux, donc les prix des marchés immobilier et financier. Sa volatilité est donc un facteur essentiel d'instabilité monétaire et économique interne. Nul ne peut éluder l'articulation entre les deux. Donc le choix d'un régime de change devient un ingrédient déterminant de toute stratégie de développement et de croissance.

Les pays en développement font face au dilemme primaire. Soit adopter un régime de taux de change fixe, qui attire les investissements directs étrangers et impose la stabilité monétaire interne, mais encourage la spéculation et explose un jour ou l'autre dans une crise du type de celles des années 1997-1998 ou 2001-2002. Soit opter pour un régime de taux de change flottant qui permet d'adapter la politique monétaire à la situation interne mais attire les capitaux à court terme et nourrit une instabilité interne et externe permanente.

Les petits pays riches sont par définition très ouverts et souvent très intégrés à un puissant voisin : le

Canada envoie 85 % de ses exportations aux États-Unis. Ils ont donc intérêt à lier leur monnaie à la sienne pour la stabilité de leur commerce extérieur. Comme le firent depuis des décennies le Canada vis-à-vis du dollar, le Benelux et l'Autriche vis-à-vis du mark avec des marges de fluctuation volontairement étroites, comme le font la Suède, le Danemark et la Hongrie aujourd'hui vis-à-vis de l'euro. Et le peso mexicain s'arrimera au dollar à long terme. Les monnaies des Peco, très intégrés à la zone Europe avec laquelle ils font entre 50 et 75 % de leur commerce extérieur, entreront dans un SME *bis* puis se stabiliseront, dans une/deux dizaines d'années ? vis-à-vis de l'euro. La livre ? *Who ever knows ?* (« Sait-on jamais ? »). Le rand restera la monnaie dominante et flottante d'une zone peu intégrée. Le franc suisse s'apprécie grâce aux entrées de capitaux qui nourrissent son activité bancaire, mais l'industrie suisse en souffre. Flotter ou s'aligner sur l'euro ? Le dilemme imposera aux Suisses de choisir entre leur économie financière et leur industrie.

3. Mariées au dollar ou à l'euro ? – Beaucoup de pays liés soit aux États-Unis soit à la zone euro par leur commerce extérieur, par leur endettement ou parce qu'ils exportent des produits tarifés en dollar ont intérêt à ancrer leur monnaie au dollar ou à l'euro. L'Amérique latine ou les pays de l'OPEP vis-à-vis du dollar ; les Peco ou les pays d'Afrique du Nord vis-à-vis de l'euro. Ils y trouvent trois avantages : 1 / Éviter les chocs du compte extérieur et de l'endettement ; 2 / Un garde-fou contre l'inflation et les folies monétaires internes ; 3 / Une garantie à offrir aux détenteurs de capitaux extérieurs. Et deux inconvénients : 1 / Ils s'interdisent tout ajustement aux chocs externes par la dévaluation, et 2 / ils perdent

toute autonomie monétaire, bien obligés de suivre alors la politique de la FED ou celle de la BCE. Or, si les autorités américaines affirment qu'elles soutiendront la dollarisation de certains pays d'Amérique du Sud, la FED n'infléchira pas son action en fonction de leurs besoins. Les formules d'ancrage à une monnaie de référence diffèrent.

a) La plus absolue est la *dollarisation* totale adoptée par l'Équateur qui a fondu sa monnaie, le *sucre* en dollar en 2000 et par le Salvador en 2001. Plus de risque de change ni d'attaques spéculatives : les capitaux ne fuient plus. Les entreprises nationales ont accès aux marchés financiers internationaux et les taux d'intérêt s'alignent sur ceux des États-Unis.

b) Le mécanisme de la *caisse d'émission* (*currency board*) transpose le principe de l'étalon-or à l'étalon dollar ou euro : la monnaie centrale est émise en contrepartie des réserves de change détenues par la banque centrale. La monnaie détenue par les citoyens ou par les étrangers est alors convertible en dollars ou en euros sans restriction et à taux de change fixe. Adoptée par Hong Kong en 1984 et par l'Argentine en 1991 vis-à-vis du dollar, puis par l'Estonie, la Lituanie et la Bulgarie dans les années 1990 vis-à-vis de l'euro, cette formule restaure la confiance et la stabilité monétaire interne. Elle supprime surtout la création monétaire destinée à financer le déficit de l'État et le seigneurage. Le pays perd en revanche toute souveraineté monétaire. L'Argentine se débarrassa ainsi de l'hyperinflation et attira beaucoup de capitaux. Parfois avec des conséquences sociales drastiques. Si ni la société politique ni l'économie ne trouvent d'autres solutions à leurs déséquilibres, l'éclatement est inévitable, comme en témoigne le drame argentin.

Encadré 13. – L'imbroglie argentin

Après avoir semblé un modèle de stabilité et de croissance entre 1991 et 1998, l'Argentine est entrée dans un cercle vicieux à partir de 1998 : faible activité, surévaluation de la monnaie et endettement croissant. La dévaluation du real brésilien et la crise du SEA déclenchèrent les événements. Mais le ver était dans le fruit : un secteur public pléthorique comme le montre le tableau ci-dessous. L'Argentine compte deux fois plus de fonctionnaires par rapport au secteur privé que le Mexique ou la Pologne, autant que la riche Allemagne, payés en moyenne deux fois le PIB par habitant contre une fois au Mexique et une fois et demie en Allemagne (tableau) ! L'administration a évincé le secteur privé et son coût a accru l'endettement. La stabilité monétaire ne pouvait résister à une telle situation.

	<i>Salaire public / PIB par habitant</i>	<i>Emploi public / emploi total (en %)</i>
Argentine	1,9	12,5
Mexique	1,1	4,5
Pologne	1,4	5,4
Allemagne	1,4	11,5

Source : Krueger, 2003.

c) La plupart des économies latino-américaines, les pays du Moyen-Orient, la Russie sont *dollarisés* en partie *de facto* : les citoyens utilisent les billets et font des dépôts bancaires en dollar ou en euro ; 80 % des avoirs en banque sont libellés en dollar en Bolivie et en Uruguay, 40 à 60 % en Argentine, au Pérou ou au Moyen-Orient. Les touristes savent que taxis et boutiques y acceptent les billets verts. Une forme de bi-monétarisme comportant de nombreux inconvénients,

dont l'application de la loi de Gresham : le dollar est recherché, la monnaie locale rejetée ! La gestion des banques qui doivent conserver des réserves dans les deux monnaies devient complexe. Fuite devant la monnaie nationale, inégalité des citoyens, faillites et fusions bancaires pour accroître la liquidité : tout éloigne de la stabilité. Une solution extrême dans de petits pays incapables de s'imposer une stabilité interne. Mais dont l'expérience russe rappelle les risques d'instabilité absolue.

d) Une autre formule a connu un large succès : *l'ancrage de la monnaie nationale* à une monnaie stable (*peg*) : dollar, mark, franc, euro. Elle oblige la Banque centrale à maintenir un taux de change constant vis-à-vis de l'ancre par ses interventions sur les marchés des changes, c'est-à-dire à fournir la devise de référence sans limite contre la monnaie nationale. L'ancrage externe impose la stabilité monétaire interne. Il impose aussi à long terme la convergence des économies. Ce régime fonctionne comme une zone monétaire plus ou moins structurée. Nous l'avons connu avec le SME. Le *peg* peut être fixe comme en Argentine entre 1991-2001 : 1 peso = 1 dollar, ou glissant et ajustable (*crawling peg*) selon l'inflation, comme entre la roupie indienne et le dollar. L'ajustement se fait alors selon la différence d'inflation constatée pour assurer la fixité du taux de change réel. L'ancre peut être une monnaie unique ou un panier de monnaies comme les mélanges de dollar et de mark adoptés par les Peco au début des années 1990. Le dirham est arrimé à un panier composé de 70 % d'euro et de 20 % de dollar, reflétant la structure du commerce extérieur marocain. Le yen qui ne sert jamais d'ancre seul entre parfois dans un panier. Cette formule rassure les étrangers et les citoyens sur la double stabilité de la monnaie : elle attire les capitaux et ralentit l'inflation interne. Elle incite en revanche les

spéculateurs à tester la volonté du pays et la solidité de sa Banque centrale et peut alors provoquer l'épuisement des réserves de change et une dévaluation de crise.

Encadré 14. – **Quelle monnaie pour l'Irak ?**

Membre de l'Empire ottoman, le territoire de l'Irak utilisait à la fois la livre turque et la roupie indienne. Puis, sous protectorat anglais de 1918 à 1932, la livre sterling. Indépendant en 1932 l'Irak fut doté par le Royaume-Uni d'un dinar lié au sterling par un *currency board*, au taux de change 1 dinar = 1 livre. En 1947 il créa une banque centrale et le dinar, indépendant, connut une longue instabilité. Alors qu'il valait 3,4 dollars en 1979 à l'arrivée de Saddam Hussein, le dollar vaut aujourd'hui 2 700 dinars. Comment mieux isoler une population de l'étranger ? L'inflation atteignait 100 % au début de 2003. Comment mieux appauvrir les travailleurs ?

L'Irak doit reconstruire une monnaie stable en évitant deux écueils : 1 / Une dollarisation, officielle ou de fait, vexante, voire humiliante et désastreuse comme en Russie. Alors, surtout pas le dollar ; 2 / Un mécanisme trop rigide pour une économie instable, comme en Argentine. Alors pas de taux de change fixe à long terme. Mais quelle solution ? L'Irak est riche de son pétrole. Un *currency board* de quelques années semble adapté pour imposer vite la stabilité interne et externe du dinar. Les recettes pétrolières fourniront sans difficulté la contrepartie nécessaire à la création monétaire nationale. La référence pourrait être un panier composé pour moitié de dollar et d'euro, à la fois pour ménager la fierté nationale, éviter le sentiment de subordination et surtout éviter la volatilité de la devise, donc le risque de change pour les recettes d'exportation. Le pétrole irakien pourrait être facturé et réglé en ce panier. Le *currency board* évoluant par la suite vers un flottement contrôlé au fur et à mesure du développement du pays.

La situation internationale actuelle fait apparaître deux zones monétaires de fait ou de droit : une zone dollar très internationale et peu structurée et une zone euro plus organisée, limitée mais gagnant du terrain et attractive. Elle confirme la prééminence des deux monnaies, non seulement par leur rôle classique mais aussi par leur fonction de monnaie d'ancrage de droit ou de fait. Le fait étant plus large que le droit. Que peut-il en être demain ?

4. Vers des stratégies régionales ? – Mc Luhan et les médias nous ont trompés avec leur formule populaire de *village mondial*. Les économies et les sociétés s'intègrent par blocs régionaux : l'Alena en Amérique du Nord, le Mercosur en Amérique latine, l'Asean en Asie, où le commerce intra-zone s'accélère et qui tendent à se fermer vis-à-vis de l'extérieur comme en témoigne aujourd'hui l'Asie. Si l'accord de libre-échange de 2002 entre la Chine et l'Asean s'étend au Japon pour former un marché commun comme le souhaite la Chine cette zone abriterait le quart de l'humanité et la question : quelle monnaie y serait dominante ? s'y poserait d'emblée. Chacune de ces zones attire une part stable des investissements directs et possède sa banque de développement régionale (BERD en Europe, BAD en Asie). Les banques centrales de onze pays de la région Asie-Pacifique (dont la Chine, le Japon, des pays de l'Asean, l'Australie) ont créé en 2003 un fonds destiné à promouvoir la stabilité monétaire. Les marchés financiers et les mouvements de capitaux se mondialisent et s'uniformisent. La zone euro, modèle le plus avancé, étant autant admirée de l'extérieur que critiquée de l'intérieur. Inspirera-t-elle les autres zones ?

Les facteurs déterminants de la stabilité monétaire externe sont : le degré d'ouverture, les relations com-

merciales avec les pays à monnaie dominante ou de facturation, le choix des monnaies d'endettement. Ces éléments présentent une forte inertie. Le dollar est jugé fort et stable en dépit de ses fluctuations ; il est par ailleurs l'instrument de l'influence et de la puissance des États-Unis. Deux nouveautés suscitent une rupture : 1 / Certains pays désirent échapper à l'instabilité monétaire, aux crises et à l'hégémonie financière américaine ; 2 / La structure monétaire bipolaire. Ainsi s'offre une opportunité de réduire le risque de change en utilisant un panier de dollar et d'euro pour emprunter, comme ancre de référence, enfin comme réserve de change. Des scénarios différents se dessinent pour les grandes zones.

L'Amérique du Sud réalise 40 % de ses échanges avec l'ALENA, 21 % avec l'Europe, 27 % se faisant intra-zone (tableau ci-après, p. 117). Mais la zone est hétérogène. Le Mexique appartenant à l'ALENA est tourné vers les États-Unis vers qui il réalise 85 % de son commerce extérieur. Sa monnaie restera donc dans la zone large dollar comme celle du Venezuela. Le Mercosur (le cône Sud : Brésil, Argentine, Uruguay et Paraguay) au contraire commerce plus avec l'Europe qu'avec les États-Unis. Déjà le Brésil et l'Argentine, qui ont souffert des dévaluations non coordonnées de leurs monnaies vis-à-vis du dollar, agissant comme des dévaluations compétitives entre eux, envisagent de créer un serpent monétaire comparable à celui du système monétaire européen. Iront-ils un jour jusqu'à une union monétaire pour éviter les dévaluations compétitives entre les membres du Mercosur ? Le real et le peso valant chacun à peu près trois dollars au milieu de 2003 pourraient entrer un jour dans une monnaie commune. Ces pays devraient lier leur monnaie à un panier d'euro et de dollar. Et toute la zone sud gagnerait à libeller une partie de sa dette

Les échanges commerciaux entre zones

<i>Exp./Imp En %, 2001</i>	<i>Amé- rique du Sud</i>		<i>Europe Ouest + Est</i>		<i>Chine + Asie</i>	<i>Total, % commerce mondial</i>
	<i>Alena</i>		<i>Japon</i>			
Alena	55 %	6 %	18 %	6 %	13 %	98 %
Amérique du Sud	40 %	27 %	21 %	3 %	6 %	97 %
Europe Ouest + Est	11 %	2 %	73 %	2 %	7 %	95 %
Japon	33 %	3 %	18 %		44 %	98 %
Chine + Asie	27 %	2 %	19 %	13 %	36 %	97 %

Lecture : de gauche à droite et en haut : exportations d'une zone vers l'autre en %. L'Alena fait 18 % de ses exportations vers l'Europe (Ouest et Est) ; les Européens de l'Ouest et de l'Est font 73 % de leur commerce entre eux.

Chiffres : CEPII.

en euro pour réduire le risque de volatilité de son endettement.

L'Asie et la Chine : zone de forte population et surtout de forte croissance potentielle, de plus en plus intégrée, restent la grande inconnue. Le yen n'en deviendra pas la monnaie dominante. Le commerce de la zone Asie (hors Japon) est bien réparti : 27 % avec l'Alena, 20 % avec l'Europe, 36 % intra-zone et 13 % avec le Japon. L'Asean fait déjà plus de la moitié de son commerce avec la Chine. Ces pays devraient lier leurs monnaies à un panier dollar/euro glissant plutôt qu'au seul dollar à taux fixe comme ils l'ont fait jusqu'alors. Et surtout continuer à contrôler leurs mouvements de capitaux comme le firent longtemps les Européens jusqu'à ce que leurs systèmes financiers soient mûrs et solides. Quand le yuan sera-t-il vraiment convertible ? Deviendra-t-il alors la monnaie dominante d'Asie si la Chine s'affirme comme la seule grande puissance économique capable de dynamiser sa zone ?

Enfin toutes les zones auraient intérêt à développer des marchés de matières premières et énergie

utilisant en partie l'euro comme monnaie de facturation.

L'histoire rappelle la lenteur des évolutions monétaires majeures : l'unité en la matière est la dizaine d'années ! Il fallut soixante ans pour généraliser l'étalon-or (1816-1876) ; vingt-cinq ans au dollar pour supplanter la livre sterling (1918-1944) ; quatorze ans aux monnaies européennes pour redevenir convertibles après la guerre (1944-1958) ; trente ans au grand projet européen de zone monétaire puis de monnaie unique pour devenir réalité (1970-1999).

L'euro a fait un premier pas brillant en devenant d'emblée la seconde monnaie mondiale. Un deuxième pas remarqué en occupant une place forte et croissante dans les émissions d'emprunts internationaux. Un troisième pas hésitant vers les réserves de change, qui pourrait s'accélérer avec la baisse du dollar. Le quatrième pas, décisif, serait sa promotion sur les grands marchés industriels, de matières premières et d'énergie d'où il reste absent. Une utopie ? Peut-être pas. Une vraie désescalade du dollar et la persistance de l'anti-américanisme constitueront un test : faisant apparaître l'euro comme un contrepois désirable à la volatilité du dollar et à l'hégémonie américaine.

Reste la question lancinante des mouvements de capitaux. La situation démographique crée une opposition historique entre deux parties du globe. D'une part, une *zone Nord*, riche, vieillissante, à fort potentiel technologique et importante capacité d'épargne, dont une Europe à faible croissance potentielle (2,5 %). D'autre part, une *zone Sud* jeune, ayant besoin d'importer des capitaux et des technologies pour se développer, avec une faible capacité d'épargne mais une forte croissance potentielle (6 à 8 % en Asie, surtout en Chine). L'Europe ayant de

surcroît des régimes sociaux exceptionnels par leur générosité qui exigeront un financement accru. Une telle opposition devrait se traduire par des flux de capitaux et de savoir-faire du Nord vers le Sud pour en accélérer le développement et un flux d'immigration du Sud vers le Nord, lesquels accéléreraient le rattrapage économique des pays du Sud et créeraient à long terme un flux de remboursement pour financer les retraites de l'Europe. Or l'inverse se produit : les pays en développement sont devenus exportateurs nets de capitaux que les États-Unis attirent ! Au Sud et à l'Est, les pays grands et prometteurs reçoivent la majeure partie des IDE : la Chine (40 % avec Hong Kong), le Brésil et le Mexique, la Pologne, Singapour et l'Afrique du Sud.

Étrange relation entre la quiétude de la stabilité monétaire interne, appréciée par les Européens comme les Américains, et la menace de déséquilibres monétaires que fait peser sur l'Europe la créance des futurs retraités sur les actifs de demain. L'une des manières de la dévaloriser si aucune solution raisonnable et démocratique n'est trouvée consisterait à financer les retraites par la création monétaire, déclenchant ainsi l'inflation.

Ce livre soulève trois questions : 1 / Pour financer le développement du Sud, les balances des paiements courants des États-Unis et de l'Union européenne devraient être excédentaires : la capacité de financement ainsi dégagée se dirigeant vers le sud ; 2 / Or, l'euro ne peut devenir une monnaie internationale que si la balance des paiements européenne, aujourd'hui équilibrée, devient au contraire déficitaire comme celle des États-Unis ; 3 / Kindlebreger avait proposé de créer une monnaie internationale gagée sur les réserves de matières premières pour financer le développement. Une idée méritant d'être revisitée ?

Tout se jouera en Europe. À long terme, la valeur de l'euro est plombée par la dette sociale, le conflit sous-jacent entre les actifs et les inactifs, le bas taux d'activité des Européens et la faible croissance potentielle qui en résulte.

DE NOUVEAUX DÉSÉQUILIBRES ?

Les pays développés ont appris à maîtriser l'instabilité monétaire interne. Par la combinaison des politiques monétaire et budgétaire ils ont même essayé, et parfois réussi à réduire la volatilité de leur croissance réelle, le PIB, écourtant les récessions et évitant les déflations. Mais, en focalisant leur action sur l'inflation, les banques centrales négligent les autres formes de l'instabilité monétaire. L'instabilité financière, l'instabilité immobilière et celle des taux de change semblent perdurer et parfois augmenter.

La FED et le gouvernement américain se sont montrés très réactifs au risque de récession entre 2001 et 2003. Douze baisses successives des taux d'intérêt (de 6,5 % à 1 %, pour atteindre un taux réel nul) ; un déficit du budget de l'État fédéral de - 4 % du PIB ; une dépréciation de 30 % du dollar. Trois facteurs au fort impact contra-cyclique et de relance.

L'ensemble européen, lui, marche à contre courant. Retard de la BCE dû à sa conception trop restrictive de la stabilité des prix ; impuissance des gouvernements des grands pays liés par leur « Pacte de stabilité et de croissance » mal rédigé qui les conduit à une politique budgétaire pro-cyclique depuis 1997 ; appréciation de l'euro de + 30 % au mauvais moment. Trois situations qui font renouer avec la récession, voire flirter avec la déflation et brident la croissance potentielle de l'Europe.

Depuis les chocs pétroliers, le PIB américain augmente au rythme de + 3 % par an et sa croissance potentielle actuelle atteint 3,5 % ; celui de l'Europe entre + 2,1 et 2,5 % selon les pays, avec une croissance po-

tentielle de l'ensemble inférieure à 2,5 %. Si bien que l'écart de niveau de vie s'accroît entre les deux continents.

La déflation, considérée comme enterrée, respire encore. Elle devrait figurer expressément, avec l'inflation, au rang des dérèglements monétaires, comme un risque plus inquiétant. Il ne suffit pas de parler de « stabilité des prix » et de l'interpréter comme l'absence d'inflation. L'ajustement à une bulle boursière ou immobilière étant plus long et plus dangereux que l'ajustement à une période d'inflation.

Tels des mirages, deux frontières classiques de la théorie économique s'estompent : 1 / celle entre l'inflation et la déflation ; 2 / celle entre la monnaie et la finance.

L'inflation en disparaissant rend la déflation plus proche. La stabilité monétaire interne permet ou génère l'instabilité financière internationale. Les bulles financières et immobilières peuvent provoquer la récession ou, pire, la déflation. Dans un contexte d'inflation très faible comme celui d'aujourd'hui, les moyens d'action des banques centrales risquent de sombrer dans la trappe à liquidité et une logique déflationniste se profile dans les grands pays d'Europe.

La stabilité de la monnaie est source d'harmonie sociale et de justice entre les nations ; son instabilité, en confortant le pouvoir sans fondement, peut véhiculer le conflit et la violence. L'instabilité monétaire internationale élargit la faille entre le Nord et le Sud. La souffrance des pays du Sud étouffe l'espoir de tirer parti du déséquilibre démographique historique entre les pays riches, vieillissants à forte épargne et capacité d'innovation, d'une part, et les pays jeunes à fort besoin de financement, d'autre part, pour stimuler la croissance mondiale, réduire l'inégalité et financer les retraites européennes.

Bien des pays sous-développés échapperont difficilement aux inévitables déséquilibres monétaires qui accompagnent les erreurs de politique économique, les faiblesses structurelles et les conflits sociaux ou guerriers dont ils sont coutumiers. En revanche, l'inflation ne menace plus les pays avancés avisés : leurs banques centrales savent l'éviter et la Chine tire l'ensemble des prix mondiaux vers le bas. Ses faibles salaires et sa population active de dimension infinie à l'échelle de celle de ses partenaires forcent les entreprises du monde à faire des progrès de productivité et à les répercuter par des baisses de prix plutôt que par ces hausses de salaires qui engendraient autrefois l'inflation par les coûts et amorçaient la spirale prix-salaires.

L'Europe, elle, devra éviter deux déséquilibres opposés générés par son vieillissement et sa faible croissance potentielle : le retour de l'inflation et l'éclatement de la zone euro d'une part, la déflation dans une partie de cette zone d'autre part.

a) Le grand conflit entre travailleurs et capitalistes du xx^e siècle industriel a fait place à un conflit entre les actifs et les inactifs qui dominera la première moitié du xxi^e siècle sur notre continent. Le premier a entretenu les spirales prix-salaires ; le second menace de réveiller l'inflation par la dépense publique. Les actifs de demain jugeant exorbitants les droits à l'inactivité et à la retraite définis pour elle-même par la génération du *baby-boom*, chercheront à s'affranchir de cette charge. Ils pourraient déclencher une nouvelle forme d'inflation en finançant ces pensions en partie par la création monétaire et en cessant de les indexer sur les prix, pour dévaloriser peu à peu le pouvoir d'achat de ces retraites. S'il ne trouve pas d'autre solution, ce conflit entre les générations pourrait réveiller une inflation rampante dans certains pays d'Europe. La zone euro risquerait d'éclater alors.

b) Le destin du Japon pourrait enfin menacer certains grands pays européens telles l'Allemagne, la Belgique et même la France, pays à faible croissance potentielle et bas taux d'activité compte tenu de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, trop stricte pour ces pays aux normes sociales rigides. Les petits pays y échapperaient au début, mais souffriraient d'un ralentissement général de la croissance dû à la forte intégration entre les pays de la zone euro.

Enfin, la politique monétaire devra prendre en compte plus activement les déséquilibres dans la sphère financière et immobilière et l'instabilité des taux de change. Si les bulles sont déconnectées de la réalité économique au moment de leur formation, leurs conséquences ne le sont pas. Leur éclatement génère récession et parfois déflation. Et l'instabilité monétaire externe, celle des taux de change, apparaît aujourd'hui comme une source majeure d'instabilité interne : la dépréciation d'une monnaie favorise la hausse des prix, donc l'inflation, son appréciation induit leur modération, donc la désinflation. Les États-Unis savent en tirer parti, se protégeant alternativement de l'inflation avec un dollar fort et de la déflation avec un dollar faible selon leurs besoins, exportent dès lors le mal en Europe : inflation dans le premier cas, risque de récession ou de déflation dans le second.

Le modèle monétaire européen, s'il sait éviter ces deux écueils, pourrait inspirer d'autres zones qui nous l'envient. Raison de plus de faire l'effort de conforter son succès.

BIBLIOGRAPHIE

- Allais M., *Économie et intérêt*, C. Juglar, 1947 et 1998.
- Borio Cl. et Lowe Ph., *Asset Prices and Monetary Stability, Exploring the Nexus*, Bank of International Settlements, Working Paper, 114, July 2002.
- Bordo M. et Eichengreen B., *Is the Crisis Problem Growing more Severe ?*, Economic Policy, A European Forum, n° 32, April 2001.
- Dehove M., *Que nous apprend l'approche statistique des crises financières ?*, CAE, 2003.
- Maddison A., *The World Economy, a Millennial Perspective*, OECD, 2001.
- Fisher I., *Booms and Depressions, 1932 ; The Debt Deflation, Theory of Great Depressions*, 1933.
- Keynes J. M., *The Economic Consequences of the Peace, 1922 ; How to Pay for the War*, 1940.
- Kindleberger C. P., *Manias, Panics and Crashes, a History of Financial Crisis*, Basic Books, 1978.
- Krueger A., Le FMI et l'Argentine. Comment prévenir et résoudre les crises ?, *Revue Commentaire*, hiver 2002-2003.
- Shiller R., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.
- Friedman M. et Schwartz A., *A Monetary History of the United States, 1987-1960*, Princeton, 1963.
- Reddaway P. et Glinski D., *The Tragedy of Russian Reforms*, Washington, US Institute of Peace Press, 2001.
- Tabatoni P., *Mémoire des monnaies européennes*, PUF, 1999.
- Flouzat D., *Les stratégies monétaires*, PUF, « Que sais-je ? », 2003.
- OCDE, *L'avenir de l'argent*, 2002.
- OCDE, *Perspectives économiques*, n° 71, juin 2002.
- Cailleux A., L'allure hyperbolique des dévaluations monétaires, *Revue de synthèse*, 1980, n° 99-100.
- Stiglitz J., *La grande désillusion*, Fayard, 2002.
- Plihon D., *Les taux de change*, La Découverte, 1999.
- Wyplosz C. et Artus P., *La Banque centrale européenne*, Conseil d'analyse économique, 2002.

TABLE DES MATIÈRES

Pourquoi la stabilité monétaire ?	3
Chapitre I – Les monnaies d’aujourd’hui	7
1. Une rupture historique, 7 ; 2. Quand dollar et euro dominant, 9 ; 3. Qu’est-ce qu’une monnaie ?, 12 ; 4. En quête de stabilité, 15.	
Chapitre II – Inflations et désinflation	21
1. Le rôle de la création monétaire, 22 ; 2. L’inflation de guerre, 25 ; 3. L’inflation par la dépense publique, 29 ; 4. L’hyperinflation, 31 ; 5. La spirale prix-salaires, 40 ; 6. L’inflation keynésienne, 41 ; 7. Les chocs externes, 43.	
Chapitre III – Bulles et déflation	45
1. Le rôle des conditions monétaires, 46 ; 2. Les bulles boursières, 49 ; 3. Les bulles immobilières, 52 ; 4. Effets sur la croissance, 52 ; 5. La déflation, 54 ; 6. Haro sur l’endettement, 55.	
Chapitre IV – La stabilité interne	59
1. Inflation es-tu là ?, 59 ; 2. La BCE et ses cibles, 62 ; 3. Conflits et instabilité, 66 ; 4. La quiétude de la stabilité interne, 72.	
Chapitre V – L’instabilité mondiale	75
1. Le désordre apparent et les crises, 75 ; 2. Les zones d’ordre : monnaies fortes et faibles, 84 ; 3. Balance des paiements et taux de change, 88 ; 5. La souffrance des pays pauvres, 91 ; 6. Les causes de fragilité, 95.	

Chapitre VI – L’avenir de l’euro et des autres monnaies	99
1. Le yo-yo dollar/euro, 99 ; 2. Les monnaies des petits pays, 109 ; 3. Mariées au dollar ou à l’euro ?, 110 ; 4. Vers des stratégies régionales ?, 115.	
De nouveaux déséquilibres ?	121
Bibliographie	125

Imprimé en France
par Vendôme Impressions
Groupe Landais
73, avenue Ronsard, 41100 Vendôme
Octobre 2003 — N° 50 465