

Artus



Patrick Artus

Les incendiaires

Les banques centrales
dépassées par la globalisation

PERRIN

Patrick Artus

Les incendiaires

Les banques centrales dépassées
par la globalisation

PERRIN

www.editions-perrin.fr

© Perrin, 2007
ISBN 978-2-262-02561-8

Avant-propos

De plus en plus, les déclarations, les actions, les analyses des banques centrales sont décalées par rapport aux attentes des citoyens, aux questions posées par la recherche économique, aux mécanismes qui gouvernent les économies contemporaines.

Ce décalage tient à une raison historique : les banques centrales qui opèrent aujourd'hui ont été formatées pour répondre aux difficultés économiques du début des années 1980, causées par les effets néfastes de l'inflation forte et le laxisme de politiques monétaires peu crédibles. Pourtant, les banques centrales avaient été créées au XIX^e siècle avec un objectif bien différent : aider au bon fonctionnement des banques commerciales, créer une quantité raisonnable de monnaie pour faciliter les échanges, assurer le rôle de prêteur en dernier ressort pour éviter les crises.

Or, dans notre monde globalisé et complexe, les problèmes auxquels les banques centrales sont confrontées (internationalisation financière, bulles des prix des

actifs...) sont devenus très différents. En un mot, l'outil est inadapté à la situation.

De surcroît, les rares améliorations sont peu transparentes et leur présentation entourée d'une forte culture du secret. Il n'est donc pas étonnant que, surtout en Europe, ait cristallisé un rejet de la BCE (Banque Centrale Européenne) dans son fonctionnement actuel. Aux Etats-Unis, malgré trois crises financières – au début des années 1990, des années 2000 et celle que nous vivons – largement imputables à la Réserve Fédérale, l'opinion a exonéré celle-ci. Du moins pour le moment...

L'objet de ce livre est de démontrer comment et pourquoi les banques centrales sont inadaptées aux défis des économies contemporaines. Au delà de la nécessaire critique, nous examinerons également une possible solution. A savoir le retour à un rôle plus traditionnel des banques centrales, celui mis en avant lors de leur création : maintenir une quantité raisonnable de monnaie, éviter les crises, superviser les banques, en redéfinissant ce rôle au vu des effets de la globalisation sur le fonctionnement des économies. Il ne s'agit donc pas de faire disparaître les banques centrales, mais de préconiser un retour aux origines et de montrer que, dans un monde globalisé, les politiques monétaires sont condamnées à l'inefficacité si elles ne sont pas coordonnées internationalement.

INTRODUCTION

Pourquoi critiquer les banques centrales ?

Nous allons illustrer notre propos par l'analyse des actions, des déclarations, des modes de fonctionnement de deux banques centrales : la Réserve Fédérale aux Etats-Unis, la Banque centrale européenne, mais sa portée est beaucoup plus large. De très nombreuses banques centrales (dans les pays anglo-saxons, en Suède, dans la majorité des pays émergents en Asie, en Europe centrale, en Amérique latine) ont en effet choisi d'avoir comme objectif unique de la politique monétaire le contrôle de l'inflation future (ce qu'on appelle « inflation targeting »)*. De ce fait, elles tombent aussi dans le champ de nos critiques.

Les reproches faits à la Réserve Fédérale et à la Banque centrale européenne n'ont pas la même origine. Aux Etats-Unis, experts, économistes, journalistes accusent la Réserve Fédérale de ne pas avoir vu, à plusieurs reprises, monter les dangers, et d'avoir ainsi laissé se développer des situations de bulle d'endettement et de spéculation, préludes à des crises graves.

* Voir glossaire en fin d'ouvrage, p. 163 et ss.

Dans la zone euro, l'opinion s'est retournée depuis dix-huit mois. Deux enquêtes, faites en décembre 2006, ont montré que 54 % des Allemands pensaient qu'il « faudrait revenir au mark » et que 52 % des Français trouvaient que « l'euro est une mauvaise chose ». Il n'en a pas fallu plus pour que certains se mettent à annoncer la fin de l'euro. Nous n'en sommes pas là, et la sortie de l'euro serait un processus épouvantablement coûteux. Mais le fait est là : la légitimité de l'euro et la « respectabilité » de la Réserve Fédérale sont entamées.

Les erreurs de gestion de la Réserve Fédérale

Les Etats-Unis ont une économie robuste, puisqu'elle a résisté, depuis quinze ans, à trois crises graves. Au début des années 1990, une crise immobilière conduit à une division par deux du nombre de logements mis en chantier, et surtout à la disparition de la moitié des Caisses d'Epargne (appelées *Savings and Loans*), qui étaient très actives sur le marché des prêts immobiliers, après la défaillance des emprunteurs. Au début des années 2000, le krach des actions des sociétés des nouvelles technologies a entraîné une chute colossale des cours boursiers et de la richesse des Américains (la valeur des actions détenues diminue de moitié) qui aurait pu entraîner le pays dans la déflation. Enfin, depuis le milieu de l'année 2006, à une période d'euphorie sur le marché de l'immobilier, succède un effondrement de l'activité dans ce secteur et une crise financière qui se généralise.

La dynamique des enchaînements est à peu près chaque fois la même.

De 1985 à 1990, la Réserve Fédérale accepte que les crédits immobiliers aux ménages augmentent en moyenne de 13 % par an et que, de ce fait, leur taux d'endettement passe de 68 % à 85 % de leur revenu annuel. Elle ne réagit pas parce que l'inflation est faible (entre 2 et 3 % par an) ; puis, à partir de 1988-1989, la Réserve Fédérale s'inquiète de l'accélération de la croissance et de l'inflation (qui atteint 5 %), monte les taux d'intérêt, et déclenche la crise en rendant insolvable les emprunteurs. De 1991 à 1993, 10 % des Américains emprunteurs font défaut sur leur crédit hypothécaire (ne peuvent pas assurer le service de leur dette), ce qui, dans le système américain, implique qu'on saisit leur maison.

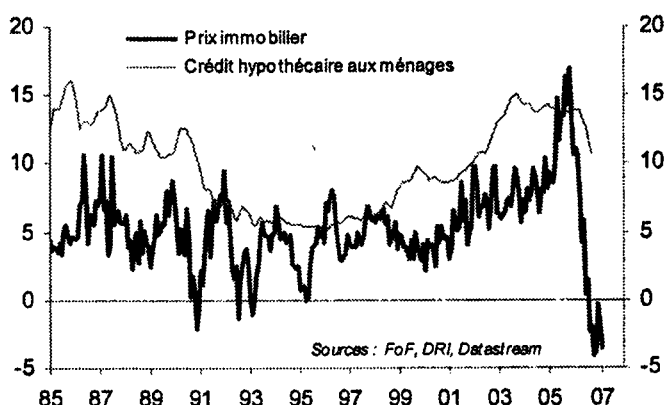
Le même scénario se renouvelle à partir de 2002. Le bas niveau des taux d'intérêt dû à l'absence d'inflation conduit à une croissance très violente de l'endettement immobilier des ménages (voir tableau 1) et des prix des maisons. La dette immobilière des ménages passe de 100 à 135 % de leur revenu annuel en quatre ans. La spéculation immobilière et le niveau de l'activité de construction s'affolent et, brutalement, en 2006, l'activité de construction et les prix de l'immobilier s'effondrent quand on réalise qu'il y a 4 millions de maisons invendues sur le marché et que cela coïncide avec la remontée (de 1 % à 5 %) des taux d'intérêt de la Réserve Fédérale. L'inclusion des crédits immobiliers dans des actifs financiers complexes généralise alors la crise à l'ensemble des marchés financiers (titres des entreprises, fonds d'investissement...).

Tableau 1

DETTE DES MÉNAGES ET PRIX DE L'IMMOBILIER AUX ETATS-UNIS

Le graphique ci-dessous montre bien les deux périodes de « boom immobilier » aux Etats-Unis : 1985-1990, avec des crédits immobiliers des ménages en hausse de 11 à 16 % par an, des prix de l'immobilier de 5 à 10 % par an, 2002-2005, avec une croissance du crédit jusqu'à 15 % par an et des prix jusqu'à 17 %
La première crise (*Savings and Loans*) s'étend de 1990 à 1993 ; la seconde (en cours) débute en 2006.

Etats-Unis : prix de l'immobilier et crédits
immobiliers aux ménages
(croissance sur un an)



La crise de 2000-2002 (amplifiée bien sûr par les conséquences du 11 septembre 2001 et de la guerre en Irak) est d'une autre nature. La Réserve Fédérale laisse, à

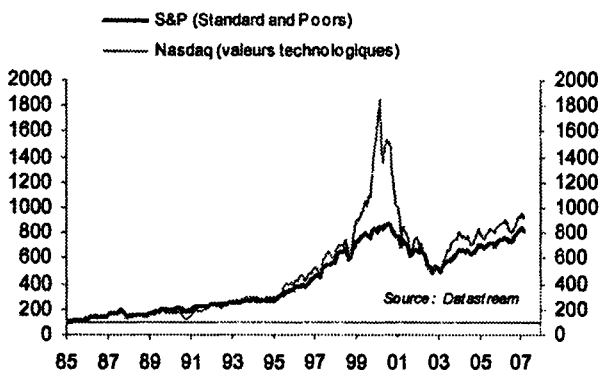
partir de 1997, monter sans réagir les cours boursiers (voir tableau 2). En 1997, A. Greenspan (alors le président de la Réserve Fédérale) dénonce « l'exubérance irrationnelle des marchés financiers », puis change de discours. Au contraire, une série de déclarations légitime la hausse des cours boursiers par les gains de productivité plus rapides aux Etats-Unis, la diffusion des nouvelles technologies..., autant de prétextes pour justifier l'absence d'intervention. De 1995 à 2000, l'indice Nasdaq (des valeurs technologiques) est multiplié par 6, puis est divisé par plus de 3 de 2000 au début de 2003.

Tableau 2

LA BULLE BOURSIÈRE DE 1997-2000 ET SON ÉCLATEMENT

Le graphique montre bien l'extraordinaire gonflement des cours boursiers de 1996 à 2000 ; surtout pour les valeurs technologiques (sociétés Internet...) du Nasdaq, puis l'explosion de la bulle.

Etats-Unis : indices boursiers (100 en 1985)



La perte patrimoniale due à la chute des cours pour les ménages est l'équivalent de une année et demie de revenu. Le plus grave est que, dans cette période de bulle boursière, les entreprises avaient énormément accru leur taux d'endettement (de 37 % du Produit intérieur brut en 1995 à 47 % en 2001) en réalisant des acquisitions à des prix surévalués ; la crise boursière les force à se désendetter, d'où l'effondrement de l'investissement des entreprises (- 12 % sur un an en 2002) et le recul de l'emploi. Cela ne va pas sans dégâts : en 2001, 5 % des entreprises américaines disparaissent, alors que la normale est de 1 % par an !

Pourquoi la Réserve Fédérale laisse-t-elle ainsi gonfler sans réagir la bulle boursière de 1996 à 2000 ? La raison est toujours la même : de 1991 à 2000, l'inflation est très faible aux Etats-Unis (entre 1,5 et 3 %) et la Réserve Fédérale ne voit pas de raison de devenir plus restrictive. Comment justifierait-elle que soit freinée une croissance de plus de 4 % par an si l'inflation ne menace pas ? Il aurait fallu amener les taux d'intérêt à 3 mois bien au-dessus de la fourchette 5-6 % pour ralentir la hausse de la Bourse.

Dans les trois crises, l'absence de réaction de la Réserve Fédérale à la hausse des prix des actifs (immobilier ou actions) et à la hausse de la dette (des entreprises ou des ménages) vient de ce que ces évolutions voisinent avec l'absence d'inflation. Or, c'est bien sûr, l'inflation qui est au centre des préoccupations de la Banque centrale.

Pourquoi les Européens sont-ils fâchés avec l'euro ?

Les préoccupations des citoyens de la zone euro sont assez faciles à deviner. D'abord améliorer la situation du marché du travail. Pour l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage des moins de 25 ans est encore de 13 % ; 36 % des chômeurs l'ont été depuis plus d'un an. Dans certains pays, la situation est bien pire : le taux de chômage des moins de 25 ans est supérieur à 20 % en France, en Italie et en Espagne ; la proportion de chômeurs de longue durée est voisine de 50 % en Allemagne et en Italie.

Les taux d'emploi (proportion de la population en âge de travailler qui a un emploi) sont faibles par rapport aux autres pays : pour les moins de 25 ans, 40 % contre 54 % aux Etats-Unis ; pour les plus de 55 ans, 42 % contre 60 % aux Etats-Unis, 63 % au Japon, 70 % en Suède. Le taux de chômage de la zone euro est encore, à l'été 2007 supérieur à 7 %, il était de 9 % au moment de la création de l'euro. L'emploi total dans la zone euro n'a augmenté que de 3 % de 2001 à 2006.

Ce faible emploi a beaucoup de causes (règles du marché du travail, pression fiscale et coût salariaux élevés), mais il vient surtout de la faiblesse de la croissance dans la zone euro (inférieure à 2 % par an jusqu'au début de 1997 puis du début de 2001 au début de 2006) qui, elle-même, résulte des effets de la mondialisation, de la concurrence des pays émergents, et de son incapacité à mettre en place une spécialisation productive qui lui permette

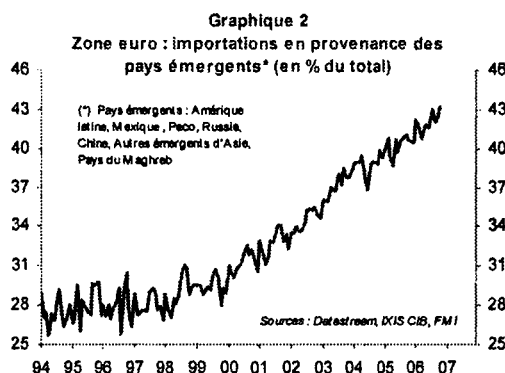
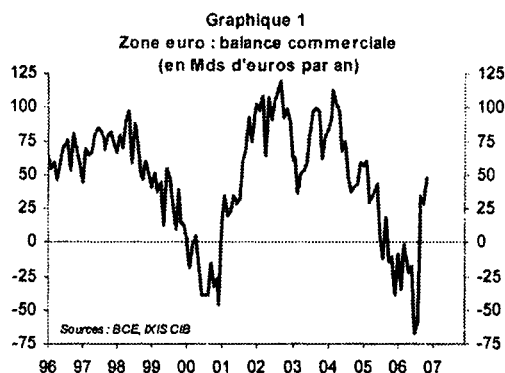
de résister à leur concurrence. La part de la zone euro dans les exportations mondiales est passée de 18 % en 1998 à 15 % en 2005-2006 ; les importations satisfaisaient moins de 11 % de la demande intérieure de la zone euro en 1996, plus de 14 % en 2006 ; la part des importations en provenance des pays émergents est passée de 25 % à plus de 40 % en 10 ans (voir tableau 3).

La « perte de substance » de la zone euro vis-à-vis des pays émergents se mesure à de multiples indicateurs : dégradation de la balance commerciale (de 120 millions d'euros d'excédent en 2002 à 35 millions d'euros de déficit en 2006), stagnation de la production industrielle (qui n'a augmenté que de 3 % entre 2003 et 2006), délocalisation (en 10 ans, 30 % de la valeur ajoutée industrielle de l'Allemagne a été transférée vers des sous-traitants opérant dans les pays émergents, particulièrement en Europe centrale, ce qu'on appelle l'externalisation, l'*outsourcing*), pertes d'emplois industriels, recul des salaires (le salaire réel, c'est-à-dire le pouvoir d'achat du salarié par tête, augmente de 0,5 % par an seulement en moyenne de 1998 à 2003, recule de 2004 à 2006).

Les effets négatifs de la mondialisation, de la « globalisation », sont donc aussi au cœur des préoccupations des Européens. La frustration des salariés de la zone euro est accrue d'une part parce qu'ils observent que les profits des entreprises progressent très rapidement alors que les salaires stagnent (voir tableau 4) – les profits des 50 plus grandes sociétés cotées dans la zone euro se sont accrus de 37 % en 2003, 28 % en 2004, 22 % en 2005, d'autre part que les difficultés pour se

Tableau 3

PERTES DE PARTS DE MARCHÉ DE LA ZONE EURO



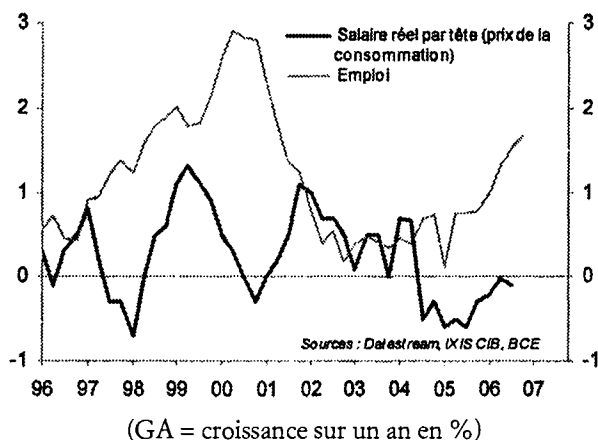
Le graphique 1 montre la rapide détérioration de la balance commerciale de la zone euro de 2003 à 2006, qui est due évidemment en partie à la hausse du prix du pétrole, mais aussi, très largement, à la dégradation des échanges industriels.

Le graphique 2 montre la hausse très rapide, depuis 2000, de la part des importations en provenance des pays émergents, qui reflète les pertes de parts de marché des producteurs domestiques sur le marché européen, mais aussi la délocalisation des sous-traitants vers les pays émergents.

Tableau 4

DIFFICULTÉS RENCONTRÉES PAR LES SALARIÉS DE LA ZONE EURO

Zone euro : emploi et salaire (GA en %)



loger deviennent de plus en plus grandes. De 2000 à 2005, les prix de l'immobilier résidentiel dans la zone euro ont progressé en moyenne de 9 % par an.

Enfin, les Européens ont une troisième préoccupation majeure : les effets du vieillissement sur leur niveau de vie, sur le maintien des systèmes de retraite et de protection sociale en l'état. La population âgée de plus de 60 ans représente en 2004 40 % de la population de 20 à 60 ans ; elle en représentera 52 % en 2020 et plus de 80 % en 2050 (voir tableau 5). Sans nouvelles réformes, les dépenses publiques de retraite devraient passer, de 2005 à 2050, de 11,5 % du Produit intérieur brut à 17 % en Allemagne ; de 12,2 % à 15,6 % en France ; de

8,8 % à 17,3 % en Espagne ; les dépenses publiques de santé de 10,6 % du Produit intérieur brut en 2003 à 13,6 % en 2050 en Allemagne ; de 10,1 % à 13 % en France ; de 7,7 % à 10,9 % en Italie.

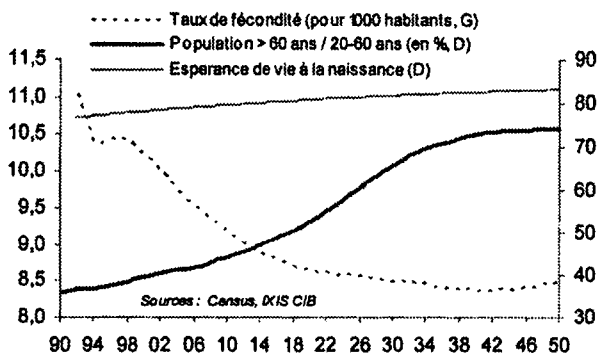
Comment financer ces dépenses supplémentaires alors que, avant même que le vieillissement commence, les déficits des finances publiques des pays de la zone euro sont déjà excessifs, et que la concurrence fiscale de la part des pays d'Europe centrale interdit probablement toute hausse de la pression fiscale dans les pays de la zone euro ?

Tableau 5

VIEILLISSEMENT DANS LA ZONE EURO

Le vieillissement dans la zone euro est dû à plusieurs causes : allongement de l'espérance de vie ; départ massif à la retraite des baby-boomers (naissances de l'après-Seconde Guerre mondiale) à partir de 2005 ; baisse de la natalité (du taux de fécondité).

Taux de fécondité, espérance de vie
et population âgée de plus de 60 ans



La Banque centrale européenne n'est bien sûr pas la seule institution en charge de la politique économique dans la zone euro, mais les résidents de celle-ci s'attendent à ce qu'elle contribue à répondre à leurs préoccupations légitimes. Or il suffit de constituer un rapide florilège des propos de Jean-Claude Trichet pour deviner les raisons de la discorde. Qu'entend-t-on en effet ?

Un rappel du dogme de la BCE sur lequel nous allons revenir dans le premier chapitre : une banque centrale doit être indépendante (c'est-à-dire ne dépendre ni du pouvoir politique, ni des Parlements, ni des autres administrations, choisir en toute liberté ses objectifs et ses actions) ; elle doit avoir comme objectif unique la stabilité des prix et la crédibilité. La crédibilité est la capacité à convaincre les agents économiques qu'il n'y a aucun risque que l'inflation revienne ; elle permet, d'après la BCE, d'obtenir des taux d'intérêt bas, puisque les anticipations d'inflation sont faibles, donc de soutenir la croissance (voir les citations 1 à 6 p. 25). La crédibilité et la stabilité des prix peuvent être menacées par une croissance trop rapide du crédit et de la quantité de monnaie (citation 7 p. 26).

Quant aux autres politiques, d'une part elles doivent être rigoureuses (absence de déficit public, faibles hausses des salaires), d'autre part, lorsqu'il s'agit de réformes structurelles (concernant le marché du travail, les marchés des biens, les systèmes de protection sociale...), elles sont de la responsabilité des gouvernements, c'est-à-dire qu'il n'y a pas lieu d'évoquer une contribution de la poli-

tique monétaire pour aider à la mise en place de ces politiques structurelles (citations 8-9 p. 26). Enfin, pourquoi chercher à tout prix des problèmes dans l'économie européenne, puisque toutes les composantes s'améliorent (citation 10 p. 26) ?

Certes, la situation économique de la zone euro s'est améliorée en 2006, mais la perception des citoyens reste que la globalisation fait peser beaucoup de menaces, que la générosité des régimes de transferts publics va être réduite, que les délocalisations vont se poursuivre d'autant plus que l'euro est trop fort. Le passage à l'euro est aussi accusé d'avoir provoqué des fortes hausses de certains prix donc d'avoir contribué à la perte de pouvoir d'achat.

Peu importe que cette critique, comme d'autres, soit infondée, il reste que le rejet de la politique de la BCE par les citoyens de la zone euro est de plus en plus important.

L'Européen moyen dit aujourd'hui : « Le passage à l'euro a fait monter les prix au début des années 2000, l'euro fort menace mon emploi et la BCE monte les taux d'intérêt en parlant d'une menace inflationniste future que je ne vois pas, tandis que je suis surendetté, après l'achat de ma maison, en raison de la hausse des prix de l'immobilier. »

Avant d'expliquer ces différences de perception entre Banques centrales et acteurs économiques, faisons un bref retour en arrière : pourquoi y-a-t-il des banques centrales, quelles étaient à l'origine leurs fonctions ?

Pourquoi y a-t-il des banques centrales ?

Au tout début, les banques centrales avaient des objectifs bien différents de ceux qui leur furent assignés plus tard.

La Banque de Suède (créée en 1668), la Banque d'Angleterre (créée en 1694) avaient au début comme fonction essentiellement d'emprunter pour le compte de l'Etat. Cela donne d'ailleurs lieu à quelques débordements lorsque l'émission monétaire (émission de billets) devient le mode de financement commun, comme avec la Banque générale (fondée en 1716) puis Banque royale de John Law, en France.

L'orientation des banques centrales vers la facilitation du commerce et des échanges, en créant la quantité nécessaire de monnaie fiduciaire, apparaît avec le débat au Congrès des Etats-Unis sur la création de la première Banque des Etats-Unis (1791) puis de la seconde Banque des Etats-Unis (1827), tandis que les banques des Etats fédérés continuent à être utilisées surtout pour le financement des besoins des Etats par l'émission de bons à court terme. Les Banques des Etats-Unis, au contraire, essaient de réguler la circulation de billets de banque en fonction des besoins de l'économie et du commerce extérieur.

Au XIX^e siècle, les banques centrales se tournent toutes vers la fonction de création monétaire, donc d'Institut d'émission. C'est le cas en Autriche (1811), au Danemark (1818), et pour les banques centrales déjà en place (en

1844 pour la Banque d'Angleterre, en 1800 en France). Les pièces d'or et d'argent ne suffisent pas pour alimenter la demande de monnaie – avec la croissance économique – et il faut développer la circulation du billet de banque ayant cours légal, c'est-à-dire pouvant être légalement utilisé pour régler des achats et des dettes.

Parallèlement se développent deux nouvelles fonctions : l'escompte (paiement en billets de banque de créances présentées à la banque centrale) et la fonction de prêteur en dernier ressort (*lender of last resort*). On trouve la mention de cette fonction de la banque centrale chez Baring (1797) et Thornton (1802), bien avant Bagehot (1873). Il s'agit de la nécessité, pour la banque centrale, de réapprovisionner en actifs liquides des banques commerciales qui n'auraient plus de liquidités. Cela suppose aussi la nécessité de superviser les banques commerciales, pour éviter que l'existence du prêteur en dernier ressort ne les conduise à prendre des risques inconsidérés.

Une autre évolution importante du XIX^e siècle est la centralisation de l'émission monétaire dans une seule banque centrale dans les Etats fédéraux (ou préalablement divisés) : création de la Reichsbank en Allemagne en 1875, de la Banca d'Italia en 1893 ; au début du XX^e siècle (1913) la Federal Reserve aux Etats-Unis, la Banque nationale Suisse (BNS en 1905). Il s'agit alors d'être capable de contrôler la circulation monétaire et d'éviter les crises bancaires en réunissant ces fonctions dans un centre unique de décision.

La période qui suit (années 1920 aux années 1960) est

plus troublée puisque, avec les conséquences des guerres, avec les crises, avec les besoins importants de financement des Etats, les banques centrales sont toutes soumises à un contrôle étroit des Etats et servent surtout à financer les besoins publics.

La dernière phase, contemporaine, commence en 1957 avec la création de la Deutsche Bundesbank et le retour progressif à un modèle d'indépendance des banques centrales, axé autour du contrôle de l'inflation, modèle que nous allons étudier de près dans ce qui suit.

Mais ce retour en arrière sur plus de trois siècles était important car il montre une chose pour nous essentielle : les banques centrales n'ont pas été créées dans leur format actuel (indépendantes et en charge surtout du contrôle des prix). Elles ont été créées pour améliorer le fonctionnement de l'économie, en amenant la quantité nécessaire aux échanges de liquidités, et pour éviter les crises financières. Cette double fonction initiale pourrait être remise en avant.

Tableau 6

LE FLORILÈGE JEAN-CLAUDE TRICHET
(pour la seule année 2006)

1. « Il reste essentiel de conserver solidement ancrées à un niveau cohérent avec la stabilité des prix les anticipations d'inflation ; cet ancrage des anticipations d'inflation est nécessaire pour que la politique monétaire contribue à la croissance et à la création d'emplois dans la zone euro – maintenir la stabilité des prix à moyen terme est notre principe central et nous l'appliquerons continuellement. »
2. « Si nous n'étions pas crédibles en faisant tout ce qui est nécessaire pour assurer la stabilité des prix, tous nos taux d'intérêt de marché à moyen et long terme seraient plus élevés ; ceci est bien compris par les observateurs européens ; en assurant la stabilité des prix, nous contribuons à renforcer la confiance des consommateurs. »
3. « La BCE est totalement et "féroce" indépendante ; sa crédibilité est basée sur l'interdépendance ; la crédibilité est notre actif le plus précieux et nous permet de disposer aujourd'hui de taux d'intérêt à moyen et long terme exceptionnellement favorables. »
4. « L'euro a été un succès incroyable ; la nature humaine est telle que quand vous avez un grand succès, vous avez tendance à l'oublier ; le succès est tel que nous avons été capables de donner à 313 millions de personnes le niveau de confiance et de crédibilité monétaire [...] qui étaient auparavant le privilège d'une partie seulement de la zone euro ; je suis fier de pouvoir dire à tous les pays de la zone euro "vous avez une monnaie qui a rempli la promesse qui a été faite". »
5. « Les chercheurs ont montré l'importance de l'indépendance de la banque centrale pour la crédibilité et donc pour créer les conditions d'un ancrage solide des anticipations d'inflation. »
6. « On avance parfois qu'une politique qui vise la stabilité des prix pourrait conduire à une hausse du chômage et à une volatilité macroéconomique accrue ; je ne vais pas vous surprendre en vous disant que je ne partage pas cette vue ; au contraire [...], une politique

monétaire crédible et des anticipations d'inflation bien ancrées contribuent à la création d'emplois et à la réduction des fluctuations macroéconomiques. »

7. « La croissance rapide de la monnaie et du crédit dans un contexte de liquidité ample dans la zone euro indique des risques sur la stabilité des prix à moyen terme. »
8. « Il faut renforcer l'engagement à mener des politiques fiscales saines et à respecter rigoureusement le Pacte de stabilité et de croissance ; l'accent doit être mis sur la mise en place de politiques de consolidation (fiscales), la réduction des dépenses (publiques) et un agenda complet de réformes structurelles. »
9. « Des politiques de réformes structurelles sur les marchés du travail et des biens et la création d'un environnement concurrentiel favorable aux entreprises sont vitaux pour encourager la croissance et accroître l'emploi [...], les réformes fiscales et des systèmes de protection sociale sont essentiels pour accroître les incitations à entrer sur le marché du travail [...], il est nécessaire de promouvoir la flexibilité des salaires et de réduire les rigidités du marché du travail. »
10. « L'activité mondiale reste forte, soutenant les exportations de la zone euro ; l'activité d'investissement va rester solide, bénéficiant d'une longue période de conditions financières favorables, de restructuration des bilans et d'accroissement des profits ; la consommation devrait se renforcer avec les développements du revenu disponible réel et l'amélioration du travail. »

La genèse des banques centrales contemporaines : pourquoi cette concentration sur le risque inflationniste ?

Le modèle le plus répandu d'organisation des institutions monétaires est une banque centrale détachée du pouvoir politique, libre de ses décisions, et s'occupant essentiellement ou uniquement de stabiliser l'inflation à un niveau faible (2 % en ce qui concerne la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre). Ce modèle est présent en Europe, au Japon, dans la plupart des pays émergents et dans les « petits pays anglo-saxons ». La situation de la Réserve Fédérale aux Etats-Unis est différente : si elle est indépendante, elle doit cependant convaincre le Congrès de la justesse de la politique qu'elle mène et a aussi un objectif explicite de soutien de la croissance.

En quoi consiste cette fameuse indépendance ? La banque centrale décide de la politique monétaire sans concertation avec la représentation politique (Parlements, Gouvernement) ni avec d'autres administrations (ministère des Finances en particulier). Elle choisit l'orientation de la politique monétaire (c'est-à-dire la fixation du taux d'intérêt à court terme dans la grande majorité des

cas), mais aussi l'objectif de la politique monétaire, par exemple dans le cas de la BCE ou de la Banque d'Angleterre, le maintien d'une inflation inférieure à 2 %. Une administration publique (la banque centrale) n'a donc pas de compte à rendre. Cette situation pour le moins originale s'explique pourtant facilement, au prix d'un retour en arrière de trente ans.

L'environnement inflationniste des années 1970-1980

Les chocs pétroliers des années 1973-1974 puis 1979-1980 ont des effets dramatiques sur les économies des pays occidentaux. Le prix relatif du pétrole est multiplié par 14 entre 1970 et 1981, ce qui conduit à des déficits publics, au recul du pouvoir d'achat des revenus salariaux, à la chute des profits. Tous les agents économiques subissent une perte de revenus, en termes réels, en raison de la hausse du prix de l'énergie et, pour les finances publiques, de la chute de l'activité et de l'effort de soutien de la demande.

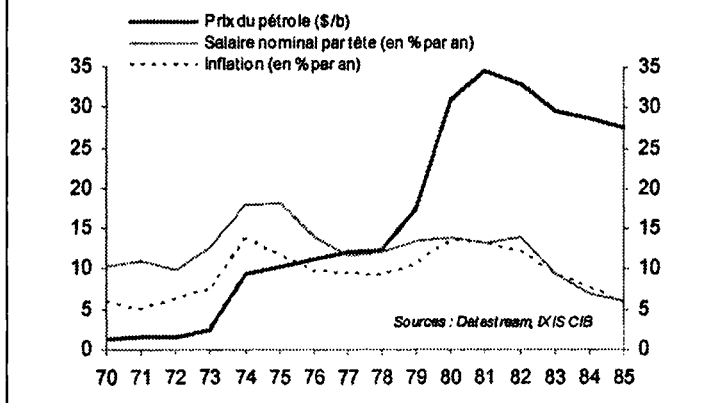
En France, par exemple, le taux de profit des entreprises baisse de 1/3 entre 1973 et 1981 ; les finances publiques passent d'un excédent en 1973 à un déficit de 3 points de PIB en 1982 ; le taux de chômage de moins de 3 % en 1973 à 8 % en 1982.

Mais ce qui frappe surtout les analystes des politiques monétaires est la poussée de l'inflation et des coûts salariaux. En France, l'inflation était de 5 % en 1970 ; elle reste comprise entre 10 et 15 % de 1974 à 1983 ; les

Tableau 1

CHOCs PÉTROLIERS ET INFLATION

France : prix du pétrole, salaire et inflation



coûts de production augmentent de 10 à 18 % par an de 1974 à 1982 (voir tableau 1).

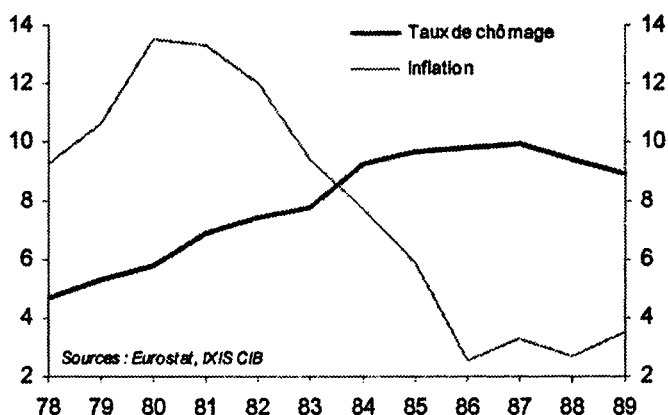
Ramener l'inflation à un niveau raisonnable (de 14 % en 1982 à moins de 3 % en 1986) a eu ensuite un coût économique et social considérable. Conservons l'exemple de la France, mais des situations tout à fait similaires sont apparues dans d'autres pays, les Etats-Unis en particulier. Il a fallu freiner les hausses de salaire (en les bloquant), comprimer la demande en maintenant des taux d'intérêt très élevés – les taux d'intérêt réels (c'est-à-dire corrigés de l'inflation) en France oscillent entre 6 et 7 % durant les années 1980, ce qui déprime l'investissement, fait prendre un retard considérable dans la

Tableau 2

DÉSINFLATION COMPÉTITIVE

Il s'agit d'une politique (menée par exemple en France dans les années 1980) où les politiques de dépression de la demande intérieure et le maintien d'un taux de change surévalué, malgré les dévaluations successives, ont permis de réduire l'inflation au prix d'une faiblesse durable de l'activité donc d'un chômage élevé.

France : taux de chômage et inflation (en %)



Le graphique montre bien que, de 1980 à 1986, il y a eu simultanément hausse du chômage et désinflation.

modernisation de l'économie française, maintient le taux de chômage au voisinage de 10 % jusqu'en 1988, et ce malgré une succession de dévaluations du franc de 1981 à 1987 (de 2,3 à 3,4 francs par deutschmark). On comprend que cet épisode (que les Français ont appelé « désinflation compétitive », voir tableau 2) ait laissé de

très mauvais souvenirs. Il a également conduit à repenser la politique monétaire.

Une politique « crédible »

Au départ, le raisonnement est simple : si les agents économiques privés (les entreprises, les ménages) pensent que la banque centrale peut être tentée de laisser réapparaître l'inflation dans le futur, se déclenchent des anticipations inflationnistes.

Lutter contre l'inflation devient alors très coûteux en production et en emplois puisqu'il faut faire retomber non seulement l'inflation mais les anticipations d'inflation qui sont inertes. Tant que ces dernières, dont la présence peut faire réapparaître l'inflation effective, n'ont pas été anéanties, il faut continuer à mener des politiques économiques restrictives, comme en France de 1982 à 1988. La crédibilité peut donc s'acquérir en luttant durablement contre l'inflation et les anticipations d'inflation. Pour éviter les coûts associés à cette stratégie, on a alors imaginé le dispositif institutionnel où les banques centrales sont indépendantes et ne sont en charge que du contrôle de l'inflation.

En effet, si les banques centrales sont aussi en charge de la stimulation de la croissance et de l'emploi, elles peuvent être incitées à s'autoriser une dose d'inflation. A court terme, accepter davantage d'inflation, en menant des politiques conjoncturelles stimulantes, permet de créer des emplois (c'est ce qu'on appelle la « courbe de

Phillips », c'est-à-dire qu'il y a un arbitrage à court terme entre emploi et inflation). Mais, à long terme, les anticipations remontant, ce qui entraîne dans la même direction les coûts de production, la situation économique se dégrade, et il ne reste que le supplément d'inflation sans le supplément de croissance et d'emplois ; de plus, la crédibilité est perdue puisque les anticipations d'inflation ont réapparu : les agents économiques privés ne pensent plus que la banque centrale va les protéger de l'inflation.

Pour éviter que cette situation n'apparaisse, le palliatif est aussi simple que radical : l'indépendance vis-à-vis du pouvoir politique qui pourrait la pousser dans ce sens ; d'où un objectif d'inflation seule, pour que le soutien de l'emploi ne soit pas un des buts de la politique monétaire. Pour les tenants de la théorie de la crédibilité, la logique est imparable puisqu'elle protège complètement contre le risque d'une dérive inflationniste, soit poussée par le pouvoir politique, soit par des politiques stimulantes de la demande. Sauf que les citoyens peuvent avancer deux reproches légitimes : l'absence de contrôle démocratique, puisque la banque centrale ne répond pas de ses actions devant le Parlement ; l'utilisation d'un objectif de politique économique très différent de l'objectif social, puisqu'il n'inclut pas la résorption du chômage.

La conception de l'indépendance diffère d'ailleurs d'une banque centrale à l'autre.

La BCE a une conception très large de son indépendance. Selon les traités fondateurs (Maastricht en 1991, Nice en 2002) « l'objectif principal du système européen

de banques centrales est de maintenir la stabilité des prix... En accomplissant les tâches et devoirs conférés par ce traité et par le statut du système européen de banques centrales, ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni les membres de leurs instances décisionnelles ne rechercheront ou ne prendront des instructions des institutions européennes ou des gouvernements des Etats membres, ou de quelque autre institution ». Mais la BCE a, d'elle-même, étendu son indépendance jusqu'au point où elle a défini elle-même, sans concertation, la limite de 2 % d'inflation, c'est-à-dire les détails, les éléments techniques de l'objectif général de stabilité des prix. La conception de la BCE conduit au refus de la coordination avec les gouvernements. Cela a été montré clairement en 2006 par la fin de non-recevoir opposée par J.-C. Trichet à une lettre du président de l'Eurogroupe proposant des rencontres plus fréquentes (l'Eurogroupe est le groupe des ministres des Finances des pays de la zone euro). Et des assouplissements ultérieurs n'ont rien changé sur le fond.

Aux Etats-Unis, la Réserve Fédérale décide librement de fixer les taux d'intérêt à court terme à tel ou tel niveau, mais le contexte institutionnel est différent : à tout moment, le Congrès peut changer les statuts de la Réserve Fédérale, ce qui implique que son président doit être extrêmement clair dans les explications qu'il donne de ses actions, convaincre qu'il a fait les bons choix. Cela introduit la notion de responsabilité (*accountability*, le fait de rendre des comptes) de la banque centrale sur laquelle nous reviendrons plus loin. Par ailleurs, les

objectifs de la Réserve Fédérale sont, en théorie au moins, différents. Son mandat, défini par la loi en 1977, identifie trois objectifs pour la politique monétaire aux Etats-Unis : d'abord, l'emploi maximum ; ensuite des prix stables ; enfin des taux d'intérêt stables à long terme.

Mais tout dépend de l'interprétation qu'en propose le responsable. A cet effet, l'intervention du président de la Réserve Fédérale, Ben Bernanke, à l'université de Princeton en février 2006 est révélatrice. B. Bernanke défend la thèse suivante : les objectifs de stabilité des prix et d'emploi maximum sont complémentaires et pas substituables, c'est-à-dire qu'il suffit d'assurer la stabilité des prix ; les taux d'intérêt à long terme sont évidemment liés à l'inflation. Il n'y a donc d'après B. Bernanke, aucune contradiction possible entre les trois objectifs de la Réserve Fédérale, et il lui suffit d'assurer la stabilité des prix. Quelles sont, toujours d'après B. Bernanke, les raisons pour lesquelles la stabilité des prix accroît sans ambiguïté la croissance et réduit de même le chômage ?

Elle permet de stabiliser la valeur réelle des encaisses monétaires (du pouvoir d'achat des liquidités détenues), donc de conserver à la monnaie son rôle de facilitateur des échanges ; elle permet aux agents économiques de réaliser des contrats à long terme, en particulier de prêter ou de s'endetter pour de longues périodes de temps ; elle permet d'éviter les distorsions dans les systèmes fiscaux et comptables, elle permet aux prix relatifs de jouer leur rôle informationnel ; si la variabilité de l'inflation est forte, les variations des prix relatifs sont cachées par celles du niveau général des prix, et elles ne donnent

plus d'information sur la situation des marchés des biens et services. B. Bernanke insiste aussi sur l'idée que la stabilité des prix a permis la réduction de la variabilité économique (de la production, de l'emploi) au travers de celle des taux d'intérêt et de celle des anticipations d'inflation.

Il n'y aurait donc pas de coût associé au maintien de la stabilité des prix par la politique monétaire, au contraire seulement des bienfaits. Il n'y a donc pas lieu que la Réserve Fédérale poursuive explicitement les trois objectifs que lui assigne son mandat. Les arguments de B. Bernanke sont justes : la stabilité des prix a beaucoup d'effets favorables. Mais celui-ci évite de poser d'autres questions, que nous évoquerons plus loin ; en particulier, quel rôle a joué la focalisation des banques sur le contrôle de l'inflation dans l'évolution de la variabilité des prix des actifs, de la variabilité des taux de change, dans les déséquilibres des balances commerciales, dans la croissance explosive des taux d'endettement ?

La question est d'autant plus pertinente, si on la rapproche des « frappes préventives » mises en œuvre à cette époque : la banque centrale décide alors de passer à une phase monétaire restrictive avant que l'inflation réapparaisse, pour être certaine que la crédibilité ne soit pas entamée. En 1994, Alan Greenspan, le président de la Réserve Fédérale, décide de monter (de 3 à 6 %) les taux d'intérêt à court terme simplement parce qu'il y a une reprise économique, sans le moindre risque d'inflation. Cela provoque un ralentissement net de la croissance économique aux Etats-Unis en 1995 et, plus grave,

la crise des pays émergents d'Amérique latine commençant au Mexique (ce qu'on a appelé la « crise tequila »). Or l'inflation n'est jamais réapparue aux Etats-Unis, pour différentes raisons : gains de productivité importants, baisse des prix des matières premières jusqu'en 1998, remontée du dollar à partir de 1995. Cet épisode de 1994 aux Etats-Unis constitue sans doute le premier signe que la théorie de la crédibilité – donc des « frappes préventives » – n'est plus aujourd'hui adaptée.

Notre objectif n'est pas de montrer que cette théorie est mauvaise, mais qu'elle était parfaitement adaptée à l'environnement et au fonctionnement des économies des années 1970-1980 (effectivement la « désinflation compétitive » rendue nécessaire par le pic d'inflation du début des années 80 a été extrêmement douloureuse), qu'elle ne l'est plus dans les années 1990 et encore moins dans les années 2000.

L'objectif monétaire

Une autre caractéristique de la pratique de la politique monétaire mise en place par beaucoup de banques centrales est l'utilisation d'un « objectif intermédiaire » de croissance monétaire. Il s'agit d'un objectif dit « intermédiaire » par opposition à l'objectif dit « final » qui est le maintien d'une inflation faible. Son choix résulte de la théorie monétaire habituelle : si, à court terme, il y a arbitrage entre inflation et croissance (et emploi), à long terme l'inflation est un pur phénomène monétaire, déter-

miné par la croissance de la quantité de monnaie. Une croissance plus rapide de la monnaie (du crédit) est donc, d'après cette théorie, un indicateur avancé de l'inflation.

La BCE a ainsi défini dans son jargon un « pilier monétaire » : une progression plus rapide du crédit ou de la masse monétaire la conduit à passer à une politique monétaire plus restrictive puisque cette progression plus rapide est supposée annoncer le retour de l'inflation. Ce choix de la BCE n'est pas général ; par exemple aux Etats-Unis le débat porte sur l'utilisation ou non d'une règle monétaire. John Taylor a laissé son nom à la célèbre « règle de Taylor », selon laquelle la banque centrale doit fixer le taux d'intérêt à court terme en fonction de l'inflation et du taux d'utilisation des capacités. Si la banque centrale utilise une règle de comportement comme la règle de Taylor, l'avantage est la transparence et la prévisibilité de ses actions ; l'inconvénient est qu'elle se « lie les mains », perd la capacité de moduler la politique monétaire si des événements imprévus ou exceptionnels (crise financière, bancaire) se produisent.

*Une réaction de la politique économique
dans une optique uniquement de moyen terme*

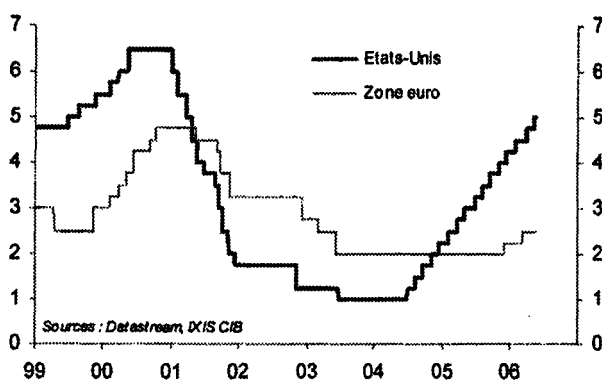
Revenons sur le « corpus théorique » défini pour les banques centrales dans les années 1980. Il affirme, au moins dans son interprétation par la Banque centrale européenne, que la politique monétaire n'a que des objec-

tifs de moyen terme – cela inclut la réaction aux évolutions monétaires (croissance de la masse monétaire M3) puisque, à court terme, les mouvements de M3 peuvent être liés à des évolutions qui n'impliquent pas qu'il y aura des mouvements de l'inflation dans le futur, en particulier des variations des choix de portefeuille (c'est-à-dire de leur choix d'investissement entre actifs monétaires, actions, obligations...). Cela inclut aussi la réaction aux évolutions conjoncturelles de court terme. La BCE

Tableau 3

FAIBLE « ACTIVISME MONÉTAIRE » DE LA BCE
PAR RAPPORT À LA RÉSERVE FÉDÉRALE

Taux directeurs



Le graphique montre bien les mouvements d'ampleur beaucoup plus faible du taux d'intervention de la banque centrale en Europe : de 2000 à 2003, le taux d'intervention de la Réserve Fédérale baisse de 5,5 %, celui de la BCE de 2,5 %.

plaide pour que la politique monétaire n'ait pas de réaction contracyclique, c'est-à-dire visant à lisser, à régulariser l'activité économique à court terme (voir tableau 3), ce qui est très contestable. Ses arguments sont les suivants : d'une part, si une banque centrale réagit aux indicateurs économiques conjoncturels, à court terme elle accroît le risque de se tromper ; d'autre part, l'économie européenne étant caractérisée par une faible flexibilité des marchés des biens et du travail, un degré réduit de concurrence, des gains de productivité faibles, une action contracyclique de la politique monétaire en Europe ferait rapidement apparaître l'inflation.

Les banques centrales ont-elles jamais été crédibles ?

On peut aussi se demander si, même dans les années 1980-1990, les banques centrales ont été crédibles au sens défini plus haut : casser les anticipations d'inflation puisque les agents économiques privés sont certains que la banque centrale ne laissera jamais réapparaître l'inflation. Les taux d'intérêt à long terme dépendent des anticipations d'inflation à long terme : si on s'attend au retour ultérieur de l'inflation, les prêteurs et les investisseurs exigent des taux d'intérêt plus élevés.

Lorsqu'une banque centrale est crédible, si elle doit accroître les taux d'intérêt à court terme parce qu'elle perçoit un risque d'inflation, les taux d'intérêt à long terme ne doivent pas bouger puisque les agents économiques privés, grâce à la crédibilité, n'anticipent pas que

l'inflation puisse persister à long terme. Or, les taux d'intérêt à long terme en France et en Allemagne ont suivi les taux d'intérêt à court terme de 1980 à 1984, bien sûr, mais aussi en 1990-1991, et encore en 1992-2000 : cela semble bien contradictoire avec l'idée que les banques centrales européennes, y compris la BCE au début de son existence, étaient crédibles.

Le monde est devenu différent, pas la philosophie des banques centrales

Au début des années 1980, on ne parlait pas de la Chine, du moins pas comme puissance économique et financière ; on avait à peine vu les « dragons » d'Asie (Singapour, Hong-Kong, Corée...) s'éveiller. En Europe, il y avait à peine de marchés financiers, le crédit était contrôlé, il n'y avait pas de marchés dérivés (à terme, options...) : on épargnait en obligations d'Etat et à la Caisse d'Epargne. Les pays communistes étaient derrière le rideau de fer, et personne ne se souciait de délocalisations en Europe centrale. Quels étaient les risques ? Bien sûr l'inflation, avec les hausses du prix du pétrole en 1973-1974 puis 1979-1980, mais pas la concurrence des émergents, pas les dérèglements des marchés financiers, pas l'excès d'endettement.

Le choc des pays émergents

Les nouveaux venus sur la scène économique mondiale durant les années 1990 présentent des caractéris-

tiques fort dommageables pour les vieux pays, et, longtemps sous-estimées : ils sont de grande taille, ont des réserves considérables de population active, leurs coûts salariaux y sont très bas et vont le rester longtemps.

Aujourd'hui, le coût salarial unitaire (c'est-à-dire le coût du travail par unité produite), compte tenu des écarts de salaire, mais aussi des écarts de productivité (la productivité du travail est faible dans les pays émergents par rapport aux grands pays de l'OCDE) est 7 fois plus faible en Chine et en Inde qu'en Europe, au Japon ou aux Etats-Unis ; 3 fois plus faible en Amérique latine, 2 fois plus faible dans les pays d'Europe centrale. Ces écarts entre les coûts de production sont trop importants pour pouvoir être corrigés par des variations des taux de change. Le Congrès des Etats-Unis réclame une réévaluation de 27 % du Renmibi (la monnaie chinoise) par rapport au dollar, alors qu'une heure de travail dans l'industrie aux Etats-Unis coûte 24 dollars, en Chine 50 cents !

De plus, à la différence des « tigres » ou « dragons » des années 1980 (Singapour, Taiwan, Hong-Kong, Corée), les « nouveaux » émergents disposent de réserves considérables de main-d'œuvre sous la forme de chômeurs déguisés (en paysans) dans les campagnes. La population agricole représente 60 % de la population totale en Chine, 70 % en Inde, 40 % en Pologne, 20 % au Brésil, 40 % en Roumanie. Les migrations internes de paysans vers les villes empêchent une hausse rapide des coûts salariaux dans ces pays émergents.

Prenons l'exemple de la Chine : les migrations internes

des campagnes vers les villes devraient représenter 15 millions de personnes chaque année dans les vingt prochaines années ; cela veut dire qu'il y a aujourd'hui en Chine au moins 300 millions de chômeurs déguisés ! Les salaires dans l'industrie chinoise augmentent certes de 12 % par an en moyenne, mais la productivité augmente de plus de 10 % par an. Les pays « avancés » de l'OCDE vont donc être confrontés pendant plusieurs décennies à la concurrence de pays émergents où les coûts salariaux resteront structurellement faibles.

A cela s'ajoutent d'autres avantages comparatifs. Tout d'abord, parce que la qualité de l'éducation y est bonne (il n'y a pas d'illétrisme en Chine), ces pays se spécialisent non seulement dans la production de biens peu sophistiqués (bien de consommation, biens d'équipement simples) mais aussi dans celle de biens et services sophistiqués (services informatiques et de télécommunications en Inde ; électronique, autos en Chine ; avions au Brésil...). Les pays avancés sont donc « attaqués » sur toute la gamme de leurs produits, y compris les nouvelles technologies.

Seconde caractéristique, les pays émergents surinvestissent et constituent des capacités excédentaires. Cela résulte de l'absence de coordination entre les entreprises, de leur absence d'expérience en ce qui concerne la prévision de la demande, de la mesure des coûts de production, de la comptabilité analytique... Prenons à nouveau l'exemple de la Chine : le taux d'investissement est de 45 % du Produit intérieur brut, alors que, dans

des périodes de croissance forte similaires dans le passé, il était d'environ 30 % en Corée ou au Japon.

La présence d'excès de capacité (en Chine dans l'automobile, les biens durables, l'électronique, le textile...) conduit d'une part à des baisses de prix (l'inflation est faible en Chine, et, si on enlève les produits alimentaires et les loyers, elle est négative), d'autre part au besoin d'exporter massivement vers les pays avancés pour faire monter le taux d'utilisation des capacités. Vue globalement, l'apparition des pays émergents correspond donc à un double choc : une forte hausse des capacités de production, une forte hausse des ressources en main-d'œuvre. Les conséquences de ce type de choc sont claires : baisse des prix et des salaires, transfert du capital vers les pays émergents.

Les effets sur les pays avancés

Pourtant, si ces effets ont été pour l'instant amortis (on y reviendra), ils sont conformes aux attentes. Les prix des produits concurrencés par les pays émergents ont baissé ; les prix de l'ensemble des produits industriels sont stables dans la zone euro depuis dix ans, reculent un peu aux Etats-Unis, reculent fortement au Japon et au Royaume-Uni ; les prix des services de télécommunications baissent de 2 à 4 % chaque année.

Dans la plupart des pays, il y a contagion salariale entre l'industrie et les services, entre les secteurs soumis à la concurrence des pays émergents et les autres.

L'industrie et les services délocalisables étant confrontés à la baisse des prix de vente, ils doivent comprimer leurs coûts salariaux, et cette compression se transmet aux autres secteurs, aux services ; de ce fait, les prix des services ont également peu augmenté dans la période récente (2 à 3 % par an suivant les pays, pas du tout au Japon).

Cet effet dépressif sur les prix intérieurs des pays avancés devient de plus en plus important au fur et à mesure que la part des productions des émergents dans la demande intérieure de ces pays progresse. Or, celle-ci est passée entre 1995 et 2006, de 35 à 45 % au Japon, de 30 à 45 % dans la zone euro, de 33 à 45 % aux Etats-Unis... Le premier effet de l'apparition des émergents est donc désinflationniste.

Le second effet est le transfert de capacité de production des pays avancés vers les pays émergents. De 1995 à 2006, l'emploi dans l'industrie manufacturière a baissé de 20 % aux Etats-Unis et au Japon; de 25 % au Royaume-Uni, de 10 % dans la zone euro. De 2000 à 2006, la production industrielle (hors nouvelles technologies) stagne totalement aux Etats-Unis, au Japon, dans la zone euro, recule de 10 % au Royaume-Uni. Le cas de l'Allemagne est particulièrement impressionnant. Dans le milieu des années 1990, les entreprises allemandes ont décidé de comprimer considérablement leurs coûts de production, d'une part en réduisant autant que possible les coûts salariaux domestiques (durant la seule année 2006, le coût salarial par unité produite dans l'industrie en Allemagne a baissé de 7 % et le salaire réel de 1 %),

d'autre part en pratiquant massivement l'externalisation vers les pays émergents. Un tiers de la production industrielle de l'Allemagne a ainsi été transféré vers des sous-traitants de pays émergent, ce qui a fait apparaître en Allemagne l'« économie de bazar » : les entreprises allemandes importent massivement des pièces, des composants depuis les sous-traitants externalisés, les assemblent et les estampillent « made in Germany ».

Le résultat pour l'Allemagne a été très favorable en ce qui concerne les exportations puisque, de 1996 à 2005, elles ont doublé en volume, alors qu'elles n'ont augmenté que de 20 % en Italie, 50 % aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, 60 % en France. Mais, en contrepartie, la part des importations dans la demande intérieure en Allemagne a crû de 25 % à 43 % ; l'effet net sur l'économie allemande de cet effort de compression des coûts et d'externalisation n'est toujours pas clairement positif, tant il y a eu freinage des revenus salariaux et poussée des importations.

Le glissement géographique induit un changement radical du fonctionnement du marché du travail. Avec les pertes d'emplois industriels, les menaces de délocalisation, la compression des coûts menée par les entreprises pour résister à la croissance des émergents, le pouvoir de négociation des salariés sur le marché du travail a beaucoup baissé. Les entreprises (en Allemagne en particulier) ont pu obtenir de leurs salariés le gel des salaires, la hausse des heures travaillées... Même dans les pays où le taux de chômage est bas (Etats-Unis, Italie, Japon) les salaires augmentent très peu, les salaires réels (corrigés

de l'inflation) stagnent ou baissent. Car les emplois créés sont, dans leur majorité, des emplois de services, dans des petites entreprises, beaucoup à temps partiel et peu protégés ; les salariés détenteurs de ce type d'emplois ne peuvent pas avoir de pouvoir de négociation.

Le résultat est impressionnant : depuis le début de la décennie 2000, aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Japon, les salaires réels (corrigés des hausses de prix) progressent moins que les gains de productivité. Rappelons que, dans une situation normale, les salaires réels et la productivité du travail augmentent au même rythme ; cela correspond à une évolution où les parts des salaires et des profits dans le revenu national sont constantes. De 2003 à 2005, la productivité a augmenté de 1,5 point de plus chaque année que le salaire réel aux Etats-Unis et dans la zone euro, de 3 points au Japon. Dans la zone euro, chaque année, les entreprises prennent, en plus de ce qu'elles ont fait les années précédentes, l'équivalent de 1 % du PIB dans la poche de leurs salariés. Le transfert en faveur des profits dû à la perte de pouvoir de négociation des salariés, est donc considérable. Il est profondément désinflationniste : la hausse des prix est le moyen utilisé par les entreprises pour lutter contre la baisse de leur profitabilité, et s'il n'y a pas baisse de la profitabilité, il n'y a donc pas hausse des prix.

Une faiblesse cachée

Si la panne de croissance est encore occultée, c'est que deux facteurs ont servi de stabilisateurs ou d'écrans.

D'une part, la grande majorité des pays avancés est passée à des politiques budgétaires très stimulantes : le déficit budgétaire en 2006 est de 8 % du Produit intérieur brut (PIB) au Japon, supérieur à 2 % du PIB aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, de l'ordre de 3 % du PIB dans la zone euro.

Mais surtout, et c'est un point sur lequel nous reviendrons lorsque nous analyserons les problèmes contemporains des politiques monétaires, la hausse de l'endettement des ménages (aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans la zone euro sauf en Allemagne) a soutenu une demande, qui devrait s'être beaucoup plus affaiblie avec les pertes d'emplois et la compression des salaires. Regardons à nouveau le cas de la zone euro. Le crédit aux ménages y progresse, en 2005 et 2006, de 10 % par an ; hors Allemagne, la progression est de 15 % par an. Il s'agit surtout de crédits immobiliers qui croissent de 12 % par an pour l'ensemble de la zone euro, mais il faut rappeler que des crédits immobiliers peuvent financer non seulement des investissements en logement, mais aussi de la consommation. Si monsieur A vend sa maison à monsieur B, que le prix de cette maison est élevé (il inclut une plus-value en capital liée à la hausse des prix de l'immobilier), et que monsieur B pour acheter cette maison prend un crédit, il est possible que monsieur A

dépense une partie du produit de la vente, c'est-à-dire consomme une partie des plus-values en capital sur sa maison.

Le taux d'endettement des ménages est passé, entre 1996 et 2005, de 42 à 75 % de leur revenu dans la zone euro, de 90 à 130 % de leur revenu aux Etats-Unis, de 100 à 160 % de leur revenu au Royaume-Uni. Si le taux était resté constant, la croissance, de 2004 à 2006, aux Etats-Unis n'aurait pas été sur une tendance de 3,5 % par an mais inférieure à 2 % ; dans la zone euro hors Allemagne, elle aurait été négative et non de 2 % ; au Royaume-Uni, elle aurait été négative et non de 2,5%.

La hausse de l'endettement des ménages a donc largement caché les « vrais » effets de la globalisation sur la croissance aux Etats-Unis et dans la zone euro. Mais il ne faut pas avoir d'illusions : la hausse de l'endettement des ménages ne pourra venir perpétuellement au secours de la croissance. Soit parce que les taux d'endettement des ménages deviennent trop élevés, soit parce que les prix des maisons deviennent excessifs, soit parce que les besoins en logements sont saturés, ce soutien va s'affaiblir et la réalité de la croissance va réapparaître.

L'inflation, un phénomène du passé ?

Avec l'arrivée des émergents, des forces désinflationnistes puissantes sont apparues : producteurs à coûts de production réduits ; perte de pouvoir de négociation des salariés et explosion des profits ; d'autre part, tout s'in-

ternationalise : la finance, la production des biens et services. L'inflation a-t-elle, dans ces conditions, disparu ?

Comme on vient de le voir, la concurrence accrue des pays émergents va durablement pousser à la baisse les prix des produits concurrencés par les émergents et, en raison de la contagion salariale, l'ensemble des prix. Il est donc difficile d'imaginer que, tant que les coûts salariaux dans les pays émergents restent maintenus à un niveau très bas en raison de l'ampleur du chômage caché dans ces pays, l'inflation puisse menacer dans les pays avancés.

Il reste bien sûr des hausses des prix : l'inflation oscille autour de 2 % dans la zone euro, aux Etats-Unis. Mais il s'agit de simples variations des prix relatifs, pas d'inflation au sens monétaire. Considérons par exemple la situation européenne. L'inflation totale de la zone euro tourne autour de 2 %, ce qui inquiète la BCE, acharnée à la maintenir en dessous de ce seuil. Mais l'inflation appelée sous-jacente (hors prix de l'énergie et de l'alimentation) oscille elle autour de 1,5 %. La différence est due à la hausse des prix de l'énergie, donc à la hausse du prix du pétrole. Mais la hausse du prix du pétrole n'est pas de l'inflation ; c'est une hausse du prix relatif du pétrole par rapport à l'ensemble des biens et services produits qui reflète la rareté du pétrole. La demande de pétrole augmentant plus vite que la capacité de production de pétrole, le prix relatif du pétrole augmente ; mais cette hausse n'a rien à voir avec la politique monétaire, avec un excès de croissance de la masse monétaire.

Elle résulte de la croissance mondiale forte (en Chine,

dans les autres pays émergents), et de l'insuffisance pendant de nombreuses années de l'investissement dans la production et le raffinage de pétrole. Comment augmenter les taux d'intérêt à court terme de la zone euro découragerait-il les Chinois d'acheter des voitures, ou inciterait-il les pays producteurs et les compagnies pétrolières à investir davantage ? Il n'y a aucun argument justifiant que la BCE monte ses taux d'intérêt quand le prix relatif du pétrole augmente. D'ailleurs, la Réserve Fédérale a clairement annoncé qu'elle suivait l'inflation sous-jacente.

Regardons ensuite le prix relatif des services et des produits industriels. Comme il a été dit plus haut, les prix industriels sont stables ou même baissent tandis que les prix des services augmentent de 2 à 3 % par an (sauf au Japon). Mais est-ce de l'inflation ? Les salaires augmentent partout presque parallèlement dans l'industrie et dans les services ; dans l'industrie, les prix sont stables, ce qui est possible avec des gains de productivité à peu près équivalents aux hausses de salaires.

Dans les services aux particuliers, la distribution, la construction, on ne peut attendre autant de progrès de la productivité que dans l'industrie. Les salaires des services augmentent comme ceux de l'industrie, il faut que les prix des services augmentent plus vite que ceux de l'industrie pour compenser la moindre progression des gains de productivité dans les services. On s'attend donc à ce que les prix relatifs des services par rapport à l'industrie augmentent au même rythme que la productivité relative dans l'industrie par rapport aux services. C'est

exactement ce qu'on observe. Prenons le cas de la zone euro. Les prix industriels augmentent de 0,8 % par an depuis dix ans ; les prix des services augmentent en moyenne de 2,5 % par an depuis dix ans ; les salaires dans l'industrie et dans les services augmentent en moyenne de 2,5 % par an ; les gains de productivité étant nuls dans les services, le coût unitaire de production y progresse de 2,5 % par an, d'où la hausse des prix ; les gains de productivité dans l'industrie étant en moyenne de 1,7 % par an, le coût unitaire de production y progresse de 0,8 % par an (2,5-1,7) d'où la hausse des prix industriels.

La hausse des prix des services, à 2,5 % par an dans la zone euro, n'a donc rien à voir avec de l'inflation, mais à ce que les économistes appellent l'effet Balassa-Samuelson, autrement dit un mouvement du prix relatif des services pour cause de productivité naturellement plus lente. Y repérer un facteur inflationniste, à l'instar de la BCE, constitue une erreur grave.

En fait, il n'y a presque pas d'inflation dans la zone euro (la « vraie » inflation est inférieure à 1 %) ; l'inflation constatée est en réalité un mouvement des prix relatifs (de l'énergie, des services) qui n'a rien à voir avec la politique monétaire, la croissance de la masse monétaire ou du crédit, les taux d'intérêt. C'est un pur ajustement de l'économie réelle, lié à la rareté des matières premières ou à l'évolution de la productivité. L'inflation « monétaire » a été « éradiquée » par l'arrivée des pays émergents.

*La mondialisation de la production
des biens et services*

Les banques centrales s'attachent toujours à suivre les évolutions de la demande intérieure, du crédit, de l'emploi, et en tirent des conclusions pour l'évolution de l'inflation. Le crédit progresse plus vite : l'inflation revient ; la demande des ménages s'accroît : l'inflation revient ; le chômage baisse (un peu) : l'inflation revient.

Pourtant, on l'a dit, nous ne sommes plus du tout dans des économies fermées où la hausse de la demande intérieure conduisait à une hausse de la production domestique, d'où une tension pour les prix, où les créations d'emplois faisaient monter les salaires.

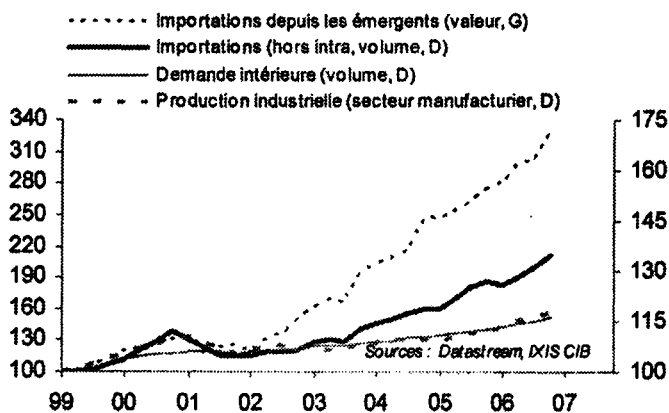
Depuis le début 2004, le Produit intérieur brut croît de 4 % par an en moyenne aux Etats-Unis, et l'inflation (hors énergie) est toujours voisine de 2 % ; le taux de chômage est inférieur à 5 % et le salaire réel (corrigé de l'inflation) n'augmente que de 1 % par an. Dans la zone euro, la croissance oscille autour de 2 % par an, le taux de chômage est revenu à 8 %, et le salaire réel diminue tandis que l'inflation (sous-jacente, hors énergie) reste voisine de 1,5 %. Au Japon, la croissance s'est fortement redressée (plus de 3 % en 2006), le taux de chômage n'est que de 4 %, tandis que l'inflation est à peine positive et que les salaires réels augmentent à peine. En réalité, les liens entre crédit, demande, emploi, inflation et salaires se sont énormément distendus dans les grands pays de l'OCDE. Les banques centrales devraient com-

Tableau 1

SATISFACTION DE LA DEMANDE INTÉRIEURE PAR LES IMPORTATIONS

Dans les économies contemporaines très ouvertes, une hausse de la demande intérieure est très facilement satisfaite par une hausse des importations, ce qui ne génère aucune tension sur les capacités de production ou sur le marché du travail, donc aucun risque d'inflation. La contribution considérable des importations (en particulier en provenance des pays émergents) à la satisfaction des hausses de demande dans la zone euro est impressionnante.

Zone euro : demande intérieure, importations,
production industrielle (base 100 en 1999)



(G : échelle de gauche)

(D : échelle de droite)

Le graphique montre que la hausse de 15 % de la demande intérieure de 1999 à 2006 dans la zone euro a provoqué une hausse de 25 % des importations totales et de plus de 150 % des importations depuis les pays émergents.

prendre que ni la reprise de la demande, ni la baisse du chômage n'y annoncent aujourd'hui l'inflation. Avec l'ouverture des échanges et la concurrence avec les pays émergents, la réactivité des importations, la capacité à satisfaire les hausses de la demande intérieure par les importations – ce qui exclut tout lien entre la demande et l'inflation – sont devenues impressionnantes. Aux Etats-Unis, au début de 2006, la demande intérieure est sur une tendance de croissance de 3 % par an ; les importations de 15 % par an ; dans la zone euro et au Japon, les chiffres correspondants sont de 2 % et 7 à 8 %. Cette capacité à satisfaire la hausse de la demande intérieure par les importations interdit toute analyse de type « économie fermée » où la progression de la demande intérieure conduit inévitablement à un supplément d'inflation au travers des tensions induites sur le marché du travail et sur le marché des biens (voir tableau 1 pour des détails concernant la zone euro).

Cela est même vrai pour des composantes de la demande qu'on considère généralement comme très « domestiques », tel le logement. Qu'on se rappelle que « tout ce qui est dans une maison est chinois » : l'équipement électrique, électronique, les meubles, la télé, l'ordinateur, les tapis, les jouets des enfants... Grâce à la « globalisation », les entreprises ont acquis une considérable liberté dans leurs choix de localisation du capital de l'emploi, donc de la production des biens et services. La mobilité internationale du capital du travail (avec l'accroissement très important des flux migratoires) est devenue très forte, et il n'y a donc plus de lien entre la

géographie de la demande et la géographie de la production, donc entre la géographie de la demande et celle des salaires ou des prix.

Pourrait-on revenir à une économie inflationniste ?

Certains avancent cependant que cette disparition du lien entre croissance du crédit, croissance de la demande et inflation est transitoire et que des mécanismes inflationnistes pourraient se réenclencher.

La première piste est celle de la fin de la globalisation. La « disparition » de l'inflation et de l'autonomie des politiques monétaires, dans les pays de l'OCDE, est due, on vient de le voir, à la globalisation des marchés des biens et services et à celle des marchés financiers. Le protectionnisme économique ou financier changerait totalement cette logique ; des restrictions aux entrées de produits feraient réapparaître un lien entre demande intérieure et inflation ; des restrictions aux flux de capitaux redonneraient le contrôle du crédit aux banques centrales nationales. Il existe certes une tentation protectionniste, dans quelques pays européens (dont la France) ou chez les démocrates américains. Mais est-ce un risque sérieux ? Il serait destructeur chez les pays qui le mettraient en place. Les grands pays de l'OCDE importent depuis les pays émergents des produits qu'ils ne fabriquent plus eux-mêmes, et pour 60 % des produits venant des implantations dans les pays émergents de leurs propres entreprises. Fermer les frontières à ces pro-

duits ou les taxer n'aurait comme effet que d'en faire monter les prix pour les consommateurs et de pénaliser les entreprises du pays, sans faire réapparaître une offre domestique pour ces produits.

La seconde piste est celle d'une inflation venant des prix des services protégés de la concurrence internationale. Ainsi l'inflation au Royaume-Uni est passée au dessus de 3 % au début de 2007, tirée par les prix des services (+ 3,8 %), de la santé (+ 4 %), des loyers (+ 3,4 %) ... On se dit effectivement que la concurrence des émergents ne peut pas modérer ces prix ; mais, en réalité, ils augmentent peu dans les autres pays (les prix des services augmentent de 2 % par an dans la zone euro), car la compression des coûts de production, donc des salaires dans l'industrie, réduirait fortement la demande de services si les prix augmentaient trop vite. Il faut savoir que le Royaume-Uni est une économie très particulière : il y existe une catégorie importante d'individus à revenus élevés dont la dépense (consommation, achats de logement...) est peu sensible aux prix ou aux taux d'intérêt. Cette situation vient de la taille très importante des services financiers (21 % de l'emploi est dans les services financiers au Royaume-Uni contre 3 % en France), de la hausse très forte de la richesse (immobilière, financière : la richesse des ménages britanniques atteint dix années de leur revenu). Cette situation, associée à un niveau très important des inégalités (les 0,1 % de Britanniques au revenu le plus élevé reçoivent 8 % du PIB, contre 2 % en France), ne peut donc être généralisée.

Il nous semble ainsi qu'il n'existe pas vraiment de piste crédible (protectionniste, généralisation du modèle britannique) conduisant à croire au retour de l'inflation.

*Pourtant, les banques centrales
n'ont pas modifié leurs techniques d'analyse*

On ne devrait en principe plus entendre les banques centrales commenter les évolutions des prix, des salaires, sur une base purement nationale ou régionale, ni craindre que les reprises de l'activité conduisent à des reprises de l'inflation. Il faut de même être extrêmement prudent pour attribuer la baisse de l'inflation dans une région à la crédibilité de la banque centrale. Or, pourtant, toutes les banques centrales tombent dans ce travers.

La Réserve Fédérale mène une analyse sur des bases strictement domestiques. Si on se réfère au témoignage de son président, B. Bernanke, devant le Congrès en juillet 2006, le seul déterminant de l'inflation aux Etats-Unis est le fait de savoir si l'économie américaine croît plus ou moins vite que son taux de croissance potentielle. Il en suit une analyse détaillée de la demande des ménages et des entreprises, de la productivité, du prix du pétrole, de la situation du marché du travail, de l'utilisation des capacités : pas un mot des importations, qui représentent le double des exportations des Etats-Unis et dont 50 % viennent des pays émergents ; pas un mot de l'immigration, en particulier de l'immigration clandestine (il y a environ 12 millions d'immigrés clandestins

aux Etats-Unis) qui exerce une forte pression à la baisse sur les salaires. Les Etats-Unis sont-ils seuls au monde pour la Réserve Fédérale ?

On a aussi vu la BCE remonter ses taux directeurs à partir de 2005 au vu de quelques indicateurs plus favorables d'activité dans la zone euro : enquêtes de conjoncture en hausse (surtout en Allemagne), croissance sur une tendance de 2,5 % par an au début de 2006. Pourtant, on l'a déjà évoqué, aucun des signes normaux d'une reprise économique n'est présent dans la zone euro : le taux de profit des entreprises décroît légèrement ; le pouvoir d'achat des salariés distribué progresse de 0,5 % par an ; l'investissement des entreprises augmente peu (2 à 3 % par an). La croissance de la zone euro, on l'a déjà vu, est largement due à la hausse de l'endettement des ménages. Pourtant la BCE menace, depuis la mi-2006, d'un durcissement monétaire substantiel. Cela montre qu'elle ne semble pas intégrer la rupture que nous avons évoquée entre évolution de la demande intérieure, tension sur l'appareil productif et inflation.

*La question de l'inflation totale
et la question de l'approche monétariste*

La Réserve Fédérale, aux Etats-Unis, a clairement indiqué qu'elle contrôlait l'inflation sous-jacente, c'est-à-dire excluant les prix de l'alimentation et de l'énergie. La BCE semble, parce que les choses ne sont pas totalement

claires, contrôler l'inflation totale, incluant les prix de l'alimentation et de l'énergie. Cette position, nous l'avons vu plus haut, n'a pas de sens puisque l'évolution des prix de l'énergie consiste en un mouvement de prix relatif sans rapport avec la politique monétaire ; on pourrait même aller plus loin puisque la hausse du prix relatif des services dans la zone euro est aussi liée à un mécanisme de l'économie réelle (les moindres gains de productivité dans les services) et non à un mécanisme monétaire. La concentration de la BCE sur l'inflation totale, et non sur l'inflation sous-jacente, est donc inexplicable.

S'y ajoute un retour de l'analyse « monétaire » (même si les positions récentes sont plus ambiguës) : la croissance de M3 (l'ensemble des liquidités) et du crédit au secteur privé est trop rapide et ferait peser la menace du retour de l'inflation. Voilà qui pose un double problème. A l'intérieur de l'économie européenne elle-même, les fluctuations de la croissance de masse monétaire sont largement liées aux variations des choix de portefeuille des agents économiques : une croissance plus rapide de M3 n'indique pas nécessairement que, plus tard, la demande de biens sera stimulée par la disponibilité de ces liquidités abondantes et qu'il en résultera un excès d'inflation, mais que les choix de portefeuille des investisseurs entre les divers actifs les conduisent à détenir davantage de liquidités, ce qui ne génère en rien une menace inflationniste. Par ailleurs, même si la croissance du crédit (donc de l'offre de monnaie) stimule la demande de biens dans des économies très ouvertes, en

particulier au profit des émergents, la progression de la demande n'annonce pas du tout le retour de l'inflation puisqu'elle peut être facilement satisfaite par la progression des importations.

Cela reflète bien l'absence de prise en compte des développements économiques contemporains. A commencer par le registre monétaire. Le développement très important des marchés financiers (actions, obligations privées, fonds d'investissement, *hedge funds*, fonds immobiliers...) et le développement de la culture financière impliquent que les épargnants, les investisseurs, font des choix d'investissement, des choix de portefeuille, de plus en plus sophistiqués et de plus en plus flexibles.

De quoi peut alors résulter une accélération de la croissance monétaire ? D'une défiance vis-à-vis des investissements plus risqués (actions, pays émergents, *hedge funds*...) qui ramène vers des placements sans risque. D'une hausse des taux d'intérêt à court terme qui rend les placements monétaires plus attrayants (ce qu'on observe partout au début de 2007). Il n'y a donc plus de lien rigide stable entre la masse monétaire (M3) et la production, donc les prix, puisque la masse monétaire n'est qu'un élément parmi les autres, de poids variable, dans les choix de portefeuille.

S'y ajoute la médiocrité de l'analyse du lien entre monnaie – crédit et inflation. Les banques centrales considèrent qu'elles doivent réagir à l'accélération de la distribution du crédit en durcissant la politique monétaire puisqu'elle annonce par avance le retour de l'infla-

Tableau 2

L'APPROCHE MONÉTAIRE

Tout vient de l'équation quantitative de la monnaie :

$$M = m.pY$$

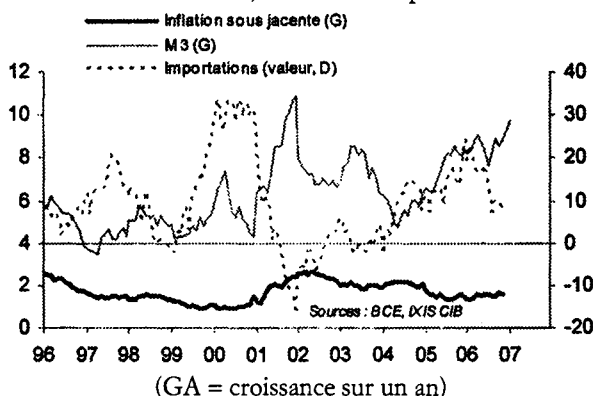
Si l'offre de monnaie dénommée M croît rapidement, à long terme la production Y est égale à la production potentielle, et les prix p croissent aussi rapidement. Ceci justifie les craintes des banques centrales « conservatrices » quand l'offre de monnaie M croît rapidement. Mais, dans les économies contemporaines :

1. La relation entre l'offre de monnaie et la production en valeur peut devenir très instable (m dans l'équation plus haut qu'on appelle « la vitesse de circulation de la monnaie » varie beaucoup). La monnaie (les liquidités) deviennent une simple composante dans les portefeuilles des investisseurs, substituable aux autres (actions, obligations, immobilier).
2. Même si la monnaie est nécessaire pour réaliser des transactions, la consommation des ménages consiste de plus en plus en importations très substituables à la production. Si on a :

$$M = (pY + \text{importations}) - m$$

une hausse de l'offre de monnaie peut faire monter les importations et pas les prix p .

Zone euro : M3, inflation et importations



Le graphique montre bien que, dans la période récente, la croissance de M3 (l'ensemble des liquidités) est associée à une hausse des importations de la zone euro, pas à une hausse de l'inflation (sous-jacente, c'est-à-dire hors pétrole) de la zone. De 2001 à 2003, la croissance de M3 est liée au retour à des investissements en actifs monétaires, au détriment des actions, des obligations d'entreprises...

tion. Cela était vrai il y a vingt ans : plus de crédit (donc de croissance monétaire) impliquait plus de demande, et si le taux d'utilisation des capacités devenait trop élevé, plus d'inflation.

Mais, dans les économies contemporaines, le supplément de crédit se porte sans aucune difficulté sur les produits importés et ne génère ainsi aucun risque inflationniste domestique. Ce sont d'ailleurs surtout des produits importés (électronique, équipement de la maison, autos) qui sont financés à crédit. La causalité la plus probable devient alors : hausse du crédit (et de la quantité de monnaie), donc hausse des importations et déficit extérieur. Il faut reconstruire l'approche monétaire (voir tableau 2).

Que sommes-nous en droit d'attendre des banques centrales contemporaines ?

Compte tenu des évolutions que nous venons de décrire et de l'avenir sombre qu'elles dessinent pour les pays développés, la moindre des choses serait que les banques centrales livrent leur analyse des avantages et des inconvénients des diverses possibilités en ce qui concerne la transparence (la prévisibilité) de la politique monétaire, la façon de mener la politique monétaire si l'inflation a disparu. Toutes ces questions nous paraissent centrales dans le monde contemporain. Il nous semble que la crédibilité ne consiste plus à assurer les agents économiques privés que l'inflation ne peut pas revenir, mais à donner à ces agents les lignes de conduite de la banque centrale face aux problèmes contemporains : faible croissance (dans la zone euro), hétérogénéité, risque de déflation, inflation des prix des actifs, rôle central du crédit pour expliquer croissance, mondialisation monétaire et financière.

Problèmes structurels et politique monétaire

Pour les banques centrales, la politique monétaire n'a pas de lien avec les politiques structurelles (politiques des marchés du travail, budgétaires, fiscales...) qui sont du seul ressort des gouvernements. A elles revient l'objectif de stabiliser l'inflation à moyen terme.

Aux Etats-Unis, cependant, la question de la coordination entre politique monétaire et politiques structurelles paraît étrange, puisque les réformes structurelles (déréglementation des marchés des biens et du travail) ont été réalisées pour l'essentiel durant les années 1980.

En revanche, dans la zone euro, la question de la coordination se pose bien, en raison de l'interaction entre la faiblesse de la croissance potentielle et l'excès des déficits publics. Depuis le milieu des années 1990, les gains de productivité oscillent autour de 1 % par an et, dès 2006-2007, la population en âge de travailler diminue, affaiblissant encore la croissance potentielle de la zone euro. Les causes de cette faiblesse sont connues : insuffisance de l'investissement productif, en particulier en nouvelles technologies ; faibles gains de productivité dans les services (services financiers, distribution, services aux entreprises) ; insuffisance de l'effort de Recherche-Développement (R & D), particulièrement chez les entreprises ; insuffisance de l'effort en faveur de l'enseignement supérieur.

De 2000 à 2005, la productivité du travail par tête a crû de 2,2 points par an de plus aux Etats-Unis que dans

la zone euro : cet écart peut être décomposé entre 0,3 point venant de l'effort global d'investissement ; 0,5 point dû aux nouvelles technologies ; 1,1 point lié à l'écart de gains de productivité dans les services.

La différence en ce qui concerne l'effort de Recherche-Développement et d'enseignement supérieur entre les Etats-Unis et la zone euro est considérable : ces dépenses représentent 2,7 points du PIB aux Etats-Unis, 1,8 dans la zone euro ; il y a 75 chercheurs pour 10 000 emplois en entreprise aux Etats-Unis, 29 dans la zone euro ; les dépenses par étudiant sont de 21 000 dollars par an aux Etats-Unis, de 10 000 dans la zone euro. Cet écart se retrouve évidemment dans celui entre les gains de productivité.

De plus, c'est curieusement le pays où le vieillissement démographique est le plus marqué (l'Europe par rapport aux Etats-Unis) qui a le taux d'activité le plus faible (le taux d'activité est la fraction de la population en âge de travailler qui se présente effectivement sur le marché du travail). Le taux d'activité des 15-64 ans est de 82 % aux Etats-Unis, de 76 % dans la zone euro ; une hausse du taux d'activité permettrait de compenser, pour un temps, les effets du vieillissement. Elle prendrait par exemple la forme d'une hausse de l'âge effectif de départ à la retraite : 60,2 ans dans la zone euro, 65,1 ans aux Etats-Unis, 69,1 ans au Japon. Dans une telle situation, le risque est évidemment que s'installe une dynamique « vicieuse » de croissance faible et de déficits publics, impossibles à réduire sans réformes de fond compte tenu de la faiblesse de la croissance à long terme.

Face à la dégradation des finances publiques, dans un environnement de croissance faible, les gouvernements peuvent penser à accroître la pression fiscale, en particulier les impôts indirects. Le gouvernement japonais a accru le taux de TVA de 2 points en 1997, le gouvernement allemand de 3 points en 2007. Le résultat de ce type de mesure, comme l'a montré l'expérience du Japon, est en général catastrophique : hausse des prix et recul de la demande intérieure, défauts d'entreprise d'où crise bancaire, chute des prix des actifs (actions, immobilier). Il serait beaucoup plus pertinent de s'inspirer des pays qui ont mené des politiques structurelles permettant à la fois de réduire les déficits publics et d'accroître la croissance potentielle : Irlande, Danemark, Suède, Canada, Finlande...

Le cas suédois, par exemple, est tout à fait impressionnant : de 1993 à 1998, la Suède passe d'un déficit public de 12 points du PIB à un excédent public (budgétaire) de 2 points du PIB. Sur la même période de temps, le taux de chômage est passé de 9 % à 6,5 %, la croissance de - 2 % (recul de l'activité) à 3 %, l'investissement productif a augmenté. La baisse du déficit public s'est faite par une baisse considérable des dépenses publiques, de 72 % à 60 % du Produit intérieur brut.

La zone euro a besoin de ce type de réformes pour redonner des marges de manœuvre à la politique budgétaire ; il faudrait, on l'a vu, dépenser davantage d'argent public dans la recherche, l'éducation supérieure, le soutien aux entreprises innovantes, et pour cela il faut être capable de réduire d'autres dépenses publiques, en particulier des dépenses de transfert, de salaires. Dit simple-

ment, il faut faire des « gains de productivité dans l'Etat », c'est-à-dire fournir les mêmes services publics avec un niveau chaque année plus faible de dépenses publiques. Le danger est évidemment que cette baisse des dépenses et de l'emploi public n'entraîne une contraction de la demande et de l'activité, une hausse forte du chômage.

D'où la nécessité de soutenir les politiques structurelles par une expansion monétaire. C'est ici qu'intervient la politique monétaire : en Suède, de 1993 à 1998, le taux d'intérêt à court terme a baissé de 11 % à 4 % ; le taux de change de la couronne suédoise par rapport au mark allemand s'est déprécié de 30 %. Le point crucial est donc la coordination entre la politique monétaire et les politiques de réforme structurelle.

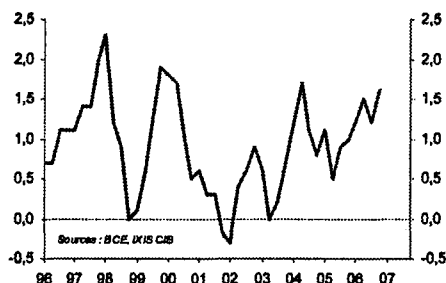
On comprend que la BCE ne veuille pas maintenir durablement une politique monétaire très expansionniste tant que les gouvernements ne prennent aucune mesure pour augmenter la croissance potentielle. Il ne sert à rien d'essayer d'obtenir une croissance supérieure à la croissance potentielle par des politiques conjoncturelles stimulantes, puisque le problème est structurel (insuffisance des gains de productivité, de l'effort de recherche...). Mais à l'inverse il paraît nécessaire que la BCE, si les gouvernements prennent des mesures de réforme structurelle (réduction des dépenses publiques improductives, réforme des régimes de protection sociale, des règles du marché du travail...), évite la chute de demande que ces réformes provoquent inévitablement à court terme en passant à une politique monétaire

Tableau 1

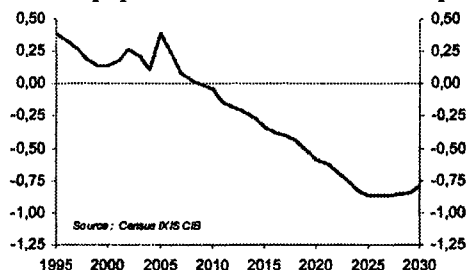
QUELLE EST LA CROISSANCE POTENTIELLE DE LA ZONE EURO ?

La croissance potentielle (à long terme) est la somme de la croissance de la population active (en âge de travailler) et de la croissance de la productivité par tête (production réalisable par chaque salarié). A plus court terme, il faut ajouter au résultat de ce calcul l'effet de ce que le taux de chômage peut être réduit (les chômeurs peuvent revenir sur le marché du travail et accroître la production) et ce que le taux d'activité peut être accru (une proportion plus grande de la population en âge de travailler peut se présenter sur le marché du travail).

Zone euro : productivité par tête (GA en %)



Zone euro : population de 20 à 60 ans (en % par an)



Le graphique 1 montre les gains de productivité par tête de la zone euro, oscillant autour de 1 % par an ; le graphique 2 montre que la population en âge de travailler dans la zone euro va baisser à partir de 2007, d'où au total, une croissance potentielle évidemment très faible.

stimulante sur le modèle suédois (ou canadien...). La BCE n'y est pas prête, puisque sa définition de l'indépendance de la banque centrale inclut la notion de séparation des tâches : les gouvernements s'occupent de la croissance, de l'emploi..., la banque centrale de la stabilité des prix. Cette définition « étendue » de l'indépendance exclut donc la coordination entre la politique monétaire et les politiques de réforme structurelle.

Hétérogénéité des zones monétaires

Toutes les unions monétaires sont hétérogènes, au sens où les taux de croissance et les taux d'inflation diffèrent d'une région à l'autre. Cette hétérogénéité régionale n'est pas plus sérieuse dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. Dans la zone euro, on a vu en 2005 des taux de croissance, dans les plus grands pays, allant de 0 % en Italie à plus de 3 % en Espagne, des taux d'inflation allant de 1 % en Allemagne à près de 4 % en Espagne. Mais des écarts similaires apparaissent entre les Etats des Etats-Unis. L'hétérogénéité des taux de croissance et d'inflation vient largement des situations sectorielles. Quand l'électronique va bien, la Californie va bien ; quand l'automobile va mal, la région des Grands Lacs va mal.

Nous reviendrons plus loin sur les caractéristiques particulières de la zone euro par rapport à une union monétaire « normale » comme les Etats-Unis (absence de budget fédéral, très faible mobilité du travail), et sur

les dangers que ces spécificités de la zone euro lui font courir. Intéressons-nous pour l'instant à l'hétérogénéité des « mécanismes de transmission » de la politique monétaire, résultant de l'hétérogénéité des modes de financement.

On appelle canal de transmission de la politique monétaire le mécanisme au travers duquel la politique monétaire influence l'économie. Le plus habituel passe par le crédit bancaire : la hausse des taux d'intérêt à court terme de la banque centrale conduit les banques commerciales à accroître les taux d'intérêt des crédits, d'où une moindre demande de crédit et une baisse de l'investissement des entreprises et des ménages, de la consommation..., donc de l'activité économique.

Dans une union monétaire « normale » comme les Etats-Unis, ce mécanisme de transmission est homogène : les crédits bancaires ont la même nature dans toutes les régions des Etats-Unis. Ce n'est pas le cas dans la zone euro : les crédits bancaires diffèrent fortement d'une région à l'autre. Les différences qui ont joué le rôle le plus important dans la période récente concernent les crédits immobiliers (hypothécaires) aux ménages (voir tableau 2). Dans certains pays (Espagne, Irlande, Portugal, Finlande, Italie), ces crédits sont faits essentiellement à taux variable, ce qui signifie que le coût du crédit évolue en fonction des taux d'intérêt à court terme (en général, le taux d'intérêt du crédit est révisé tous les trois mois) ; dans d'autres pays (Allemagne, Pays-Bas, Autriche), les crédits immobiliers sont faits essentiellement à taux fixe, ce qui signifie d'une part que, une fois

le crédit obtenu, l'emprunteur est confronté à un taux d'intérêt qui ne varie plus ; d'autre part que les nouveaux crédits immobiliers ont un coût qui varie avec les taux d'intérêt à long terme. La France se situe dans une position intermédiaire entre les deux groupes de ce pays, avec une part croissante à taux variable.

Cette différence entre les modes de financement des logements a des conséquences très importantes. Regardons les situations des quatre plus grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Espagne, Italie). En 2004-2005, le crédit immobilier aux ménages est sur une pente de 13 % par an en France, 20 % en Espagne et en Italie, 2 % en Allemagne ; les prix des maisons sont stables en Allemagne, augmentent de 7 % par an en Italie, 12 % en France, 18 % en Espagne. La baisse des taux d'intérêt a ainsi provoqué un « boom » immobilier dans les pays où les taux d'intérêt des crédits hypothécaires sont liés aux taux d'intérêt à court terme (et baissent, y compris pour les crédits déjà en place quand les taux d'intérêt à court terme diminuent), pas en Allemagne où les crédits sont faits à long terme à taux fixe.

Cette hétérogénéité, que ne connaît pas la Réserve Fédérale, complique considérablement la vie de la BCE. Durant les dernières années, la croissance allemande a été très faible, la croissance espagnole très forte. Mais les baisses de taux de la BCE qui ont soutenu l'économie espagnole, n'ont pas eu d'effet sur l'économie allemande. Cette hétérogénéité rend très difficile à défendre la position de la BCE selon laquelle elle ne s'intéresse qu'aux

Tableau 2

L'HÉTÉROGÉNÉITÉ FINANCIÈRE DE LA ZONE EURO

Part des taux variables dans les nouveaux crédits hypothécaires

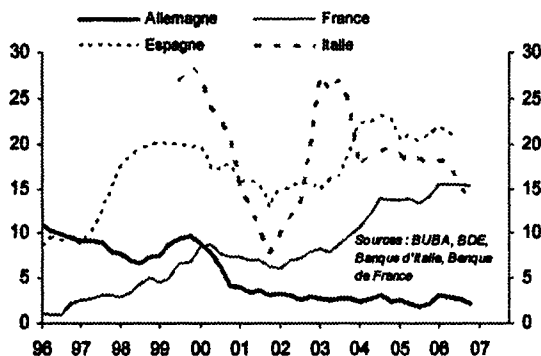
Zone euro*	50,8
Zone euro hors Allemagne	65,7
Allemagne	15
Autriche	58
Belgique	52
Espagne	95
Finlande	97
France	35
Grèce	88
Italie	85
Irlande	92
Luxembourg	81
Pays-Bas	44
Portugal	98

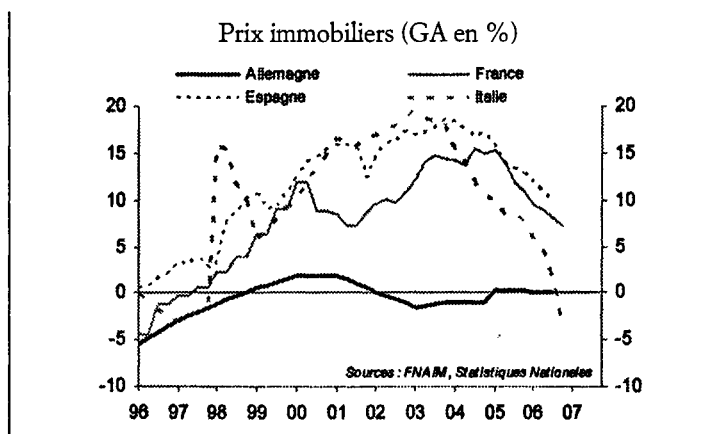
* par pondération des 12

Source : Banque de France

Il en résulte par exemple entre l'Allemagne d'un côté, la France, l'Espagne et l'Italie de l'autre, des différences considérables entre les évolutions des crédits aux ménages et des prix de l'immobilier résidentiel.

Crédits hypothécaires aux ménages (GA en %)





grandeurs moyennes de la zone euro. Celle-ci aurait un sens si les actions de la banque centrale affectaient de manière homogène les pays, pas quand il y a hétérogénéité.

A long terme, on peut espérer que l'intégration bancaire dans la zone euro facilitera le rapprochement des pratiques en matière de crédit ; mais en attendant, il y a, avec ce type d'hétérogénéité, une vraie difficulté, sur laquelle nous reviendrons en évoquant les différences entre la zone euro et une « vraie » union monétaire.

Transparence

On appelle « transparence » d'une banque centrale le fait qu'elle communique aux autres agents économiques (ménages, entreprises, marchés financiers) l'information dont elle dispose. On peut envisager plusieurs types de

transparences : sur ses propres objectifs, sur son analyse du fonctionnement de l'économie, sur ses prévisions.

Les différentes banques centrales ont des pratiques très différentes en matière de transparence. La plupart d'entre elles sont transparentes en ce qui concerne leurs objectifs, ce qui est assez simple puisqu'il s'agit le plus souvent de la stabilité des prix. En ce qui concerne l'analyse économique et les prévisions, la Banque d'Angleterre est souvent donnée en exemple. Elle publie un « rapport sur l'inflation » qui donne énormément de détails sur ses hypothèses, ses prévisions, les mécanismes analysés, les incertitudes portant sur ces mécanismes. Les témoignages du président de la Réserve Fédérale devant le Congrès sont aussi assez informatifs en ce qui concerne les mécanismes essentiels qui dirigent l'économie américaine : lien entre productivité et inflation, formation des taux d'intérêt.

La BCE est souvent perçue comme une banque centrale peu transparente. Elle n'expose pas son modèle de fonctionnement de l'économie européenne, ni les possibles modifications de ce fonctionnement avec la globalisation. Elle publie des prévisions très peu précises quant à la croissance et à l'inflation future, sans les associer à une analyse des risques. La BCE considère qu'elle fait son devoir dans ce domaine, puisqu'elle explique ses décisions dans une conférence de presse immédiatement après les réunions de son conseil, et puisque son président explique la politique monétaire menée plusieurs fois par an devant le Parlement européen. La question de la transparence est en effet liée à celle de la capacité de la

banque centrale à « rendre des comptes », point sur lequel nous reviendrons plus loin. En outre, la BCE refuse de laisser publier les « minutes » (comptes rendus des délibérations) des réunions de son conseil ainsi que les résultats des votes sur ses décisions. La Réserve Fédérale publie les minutes et la Banque d'Angleterre les votes. Pour expliquer ce refus, la BCE avance que la transparence sur les délibérations pourrait biaiser les votes ou les déclarations pendant les réunions du Conseil des membres, particulièrement des gouverneurs nationaux ; ces derniers pourraient prendre un point de vue national et non celui de l'ensemble de la zone euro.

Il reste la dernière forme de transparence, celle sur les décisions futures de la banque centrale. Ici, l'attitude de toutes les banques centrales a beaucoup évolué. Rappelons-nous que, à la fin des années 1980, Alan Greenspan répondait à un sénateur : « Monsieur le Sénateur, si vous m'avez compris, c'est que je me suis mal exprimé. » Depuis lors, son attitude a beaucoup changé, et il a choisi d'annoncer le plus possible à l'avance ses actions (les variations futures des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis), afin que personne (emprunteur, prêteur, investisseur) ne puisse prétendre avoir subi des pertes en raison du caractère inattendu des actions de la Réserve Fédérale.

La BCE a elle, dans la période récente, oscillé dans son attitude. Jean-Claude Trichet a d'abord annoncé qu'il y aurait des hausses de taux d'intérêt dans la zone euro, puis est passé à une attitude plus ambiguë en disant, au premier semestre 2006, qu'il ne savait pas si la

BCE s'engageait ou non dans un cycle (une série) de hausse des taux d'intérêt. Puis, au second semestre 2006 et en 2007, nouveau changement puisque le mouvement des taux d'intérêt a été préannoncé.

Que penser de l'utilité de la transparence quant aux décisions futures des banques centrales ? Elle a l'inconvénient de leur « lier les mains » : il leur devient plus difficile, si elles annoncent leurs actions, de dévier d'une politique qui a été décrite à l'avance en cas d'événement exceptionnel, puisque alors elles surprendraient les intervenants des marchés financiers, et que, peut-être, leurs annonces ne seraient plus prises au sérieux. En revanche, l'effet d'annonce sert de guide aux anticipations, permet aux agents économiques de réaliser des prévisions précises, évite les chocs non anticipés, les pertes associées, la variabilité excessive de l'économie.

Il nous semble que, pour une banque centrale, entretenir le « mystère » sur ses actions futures est une erreur. Elle se prive des avantages de la transparence décrits ci-dessus. En cas de choc, d'évolution non anticipée, elle peut expliquer pourquoi elle se comporte différemment de ce qu'elle avait annoncé, pourquoi il est utile qu'elle change de ligne de conduite. Mais qu'est-ce qu'une banque centrale réellement transparente ? C'est une banque centrale qui décrit d'une manière convaincante sa vision du fonctionnement de l'économie, qui montre que ses actions améliorent la situation de l'économie, et qui annonce autant que possible ses actions futures. Même si elle annonce à l'avance ses décisions, si elle ne partage pas avec les observateurs une vision commune

du fonctionnement de l'économie et des déterminants du bien-être social, elle ne peut pas être transparente, au sens de convaincante, responsable, puisqu'elle ne peut pas être comprise et que ses décisions ne peuvent pas être acceptées.

C'est pour cela qu'il ne faut pas confondre transparence et prévisibilité. La capacité de prévoir les actions futures d'une banque centrale, si ces actions sont incompréhensibles, ne rend pas la banque centrale transparente puisque le public ne comprend pas les raisons de ses actions, même s'il sait les prévoir.

Risque de déflation

Il peut paraître très curieux d'évoquer le risque de déflation alors que l'ensemble des banques centrales s'inquiète du possible retour de l'inflation et que, depuis 2002, les prix des matières premières augmentent très rapidement. Mais il faut rappeler ici que le risque de déflation existe toujours, étant donné la nature de l'équilibre économique mondial et du soutien de la croissance dans les grands pays de l'OCDE.

La forte croissance mondiale (avec la progression du crédit dans les grands pays de l'OCDE, la croissance rapide des pays émergents à coûts salariaux faibles, la hausse brutale du revenu des pays producteurs de matières premières...) a entraîné l'inflation en 2005-2006 vers la limite haute de ce que les grandes banques centrales sont prêtes à accepter, en raison des hausses des

prix des matières premières, du soutien de la demande par le crédit et les hausses des prix des actifs.

Mais cette situation peut fort bien s'inverser. Déjà, à la fin de 2006 et au début de 2007, l'inflation diminue. Il y a une limite au soutien de l'activité par le crédit, alors que les pays émergents vont conserver des coûts de production extrêmement bas pendant une période de temps très longue en raison, on l'a déjà vu, de leurs réserves de main-d'œuvre. La convergence des coûts de production est loin d'être achevée entre les pays émergents et les pays « avancés » ; en fait, elle ne fait que commencer.

De plus, on peut très bien imaginer que, comme au Japon au début des années 1990, un durcissement des politiques monétaires consécutif à une petite poussée de l'inflation provoque une correction des prix des actifs (immobilier, actions...) qui étaient auparavant surévalués, ce qui entraîne un fort recul de l'activité. Ceci est devenu probable aux Etats-Unis depuis la crise immobilière entamée en 2006.

Il nous paraît donc prudent que les banques centrales soient préparées à lutter contre la déflation. De quoi s'agit-il ? C'est l'équilibre économique où l'inflation est négative, où la politique monétaire ne peut plus soutenir l'activité puisque les taux d'intérêt nominaux ne peuvent pas être négatifs. Au contraire, l'inflation étant négative, les taux d'intérêt réels montent puisque les taux d'intérêt nominaux ne peuvent plus baisser, ce qui déprime l'investissement et les prix des actifs, rend insolvables de nombreux emprunteurs, peut déclencher une crise bancaire. De même, si l'inflation est négative et si les salaires

nominaux ne peuvent pas baisser, les salaires réels montent, ce qui dégrade la profitabilité des entreprises et renforce la chute de l'investissement. On sait que les banques centrales doivent réagir rapidement et brutalement au risque de déflation pour éviter qu'elle s'installe durablement comme au Japon. Des techniques « non conventionnelles » de politique monétaire ont été suggérées pour lutter contre la déflation : utiliser la dépréciation du change pour soutenir la demande et éviter la chute des anticipations d'inflation qui provoque l'apparition de l'inflation négative ; utiliser des injections massives de liquidité dans l'économie (par le biais d'une création monétaire finançant des achats de titres par la banque centrale).

Alors que les prix des actifs chutent au début des années 1990 et que l'inflation au Japon devient négative en 1995, la Banque du Japon laisse le yen s'apprécier fortement. Il a fallu attendre la crise bancaire de 1998 pour voir la Banque du Japon passer à une politique monétaire réellement expansionniste avec fortes injections de liquidité et passage à des taux d'intérêt nuls à court terme.

A cette lenteur, on peut au contraire opposer la rapidité de la réaction de la Réserve Fédérale aux Etats-Unis après le 11 septembre 2001 et la crise boursière : passage du taux d'intérêt à court terme de 6 1/2 % en 2000 à 2 % fin 2001 et à 1 % en 2003, injections massives de liquidités.

Notre inquiétude porte sur le comportement de la plupart des banques centrales en cas de risque de crise

déflationniste. Une banque centrale entièrement concentrée sur la lutte contre le risque d'inflation et l'excès de création monétaire peut-elle passer rapidement à une politique monétaire agressive et « non conventionnelle » (objectif de création de liquidités, baisse forte des taux d'intérêt, dépréciation du change) ?

Prix des actifs, crédit, risques financiers

La thèse « officielle » de l'ensemble des banques centrales est qu'il n'y a pas de contradiction entre le contrôle du prix des biens et le contrôle du prix des actifs (actions, immobilier...). Si la stabilité des prix des biens et services est assurée, c'est qu'il n'y a pas d'excès de création monétaire, pas d'excès de liquidité, donc que les prix des actifs ne peuvent pas non plus être anormalement élevés. Il n'y a donc pas de « conflit d'objectifs » pour la politique monétaire : stabiliser le prix des biens et services et stabiliser le prix des actifs est équivalent, donc il n'y a pas de motif à créer un objectif séparé de stabilité des prix des actifs. Ainsi, Ben Bernanke a-t-il soutenu l'idée qu'ajouter la stabilité des prix des actifs dans la liste des objectifs de la banque centrale aurait comme effet de faire apparaître une variabilité intenable de la politique monétaire et de la production, et que la stabilité des prix suffisait.

Pourtant, l'observation des évolutions passées montre bien que les prix des biens des services et les prix des actifs sont des variables aux comportements très diffé-

rents. Aux Etats-Unis, de 1996 à 2006, l'inflation a oscillé entre 2 % et 3,5 % par an, tandis que les prix de l'immobilier ont augmenté de 6 % par an de 1998 à 2003, puis de plus de 10 % par an de 2004 à 2006 ; tandis que les cours boursiers étaient multipliés par 2,5 de 1996 à 2000 (voir tableau 3).

Dans la zone euro, l'inflation oscille autour de 2 % par an, tandis que les prix de l'immobilier en 2004-2005 augmentent de 12 % par an. Le Royaume-Uni a conservé, de 1998 à 2005, une inflation extrêmement faible, alors que les prix de l'immobilier ont progressé certaines années (1999-2000, 2002 à 2004) de 15 à 25 % par an. Au Japon, de 1986 à 1989, avant la crise patrimoniale, l'inflation était inexistante, les cours boursiers ont été multipliés par 3 et les prix des maisons ont augmenté de 40 à 60 %. En réalité, prix des biens et services et prix des actifs sont totalement déconnectés, et leurs évolutions posent deux problèmes distincts aux banques centrales.

Les banques centrales ont aussi produit une série d'autres arguments pour expliquer qu'elles ne pouvaient pas ou ne devaient pas contrôler les prix des actifs. D'abord, qu'elles ne savent pas mieux que les marchés ce qu'est le « bon » prix des actifs. Cela est peut-être vrai pour les cours boursiers : les banques centrales n'ont pas d'avantage comparatif dans l'estimation du « bon » prix des actions. Mais lorsqu'on voit au Royaume-Uni, en Espagne ou en Australie le prix des maisons doubler relativement au prix des biens entre 1998 et 2003, même une banque centrale peut savoir qu'il s'agit d'une hausse excessive.

Un autre argument est lié au comportement « d'aléa de moralité » : les banques centrales, si elles stabilisent les prix des actifs, assurent les détenteurs des actifs contre le risque de variation de ces prix. De ce fait, ces détenteurs ne font plus attention au risque, en prennent inconsidérément et ne surveillent plus leurs investissements risqués. Ce comportement dit « d'aléa de moralité » vient de la théorie de l'assurance : si ma voiture est assurée contre le vol, je ne fais plus attention à la fermer. A nouveau, cet argument a du sens dans le cas des actions, pas dans celui de l'immobilier résidentiel qui n'est que marginalement un investissement financier à risque.

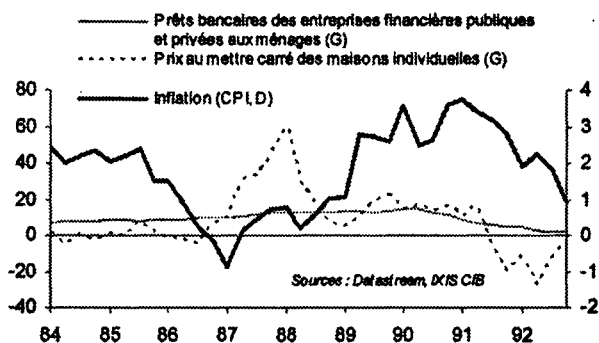
Le dernier argument mis en avant par les banques centrales est que les prix des actifs ne sont pas contrôlables. Cet argument est ridicule : les prix des biens et services sont difficiles à contrôler ; ils dépendent de la croissance, des coûts salariaux, des taux de change, des prix des matières premières... Mais les prix de l'immobilier sont faciles à contrôler pour une banque centrale : ils dépendent directement du crédit. Il y a en fait une très grande équivalence entre le contrôle du crédit aux ménages et le contrôle des prix de l'immobilier.

Il nous paraît donc tout à fait clair que les banques centrales devraient avoir un objectif, non de stabilisation, mais de maintien dans les limites raisonnables des prix de l'immobilier, cela afin d'éviter les crises bancaires, les pertes patrimoniales, le risque évident de déflation. Contrairement à ce que soutiennent la BCE et la Réserve Fédérale, cette surveillance n'est pas assurée par le contrôle des prix des biens et services.

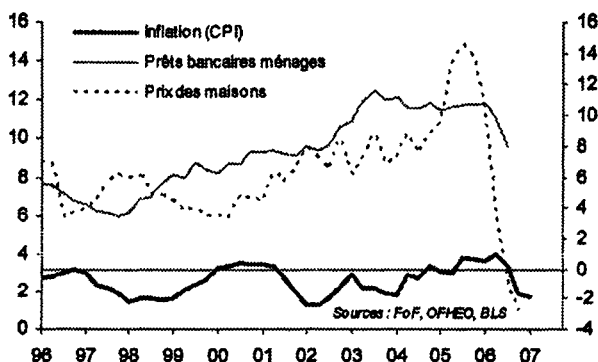
Tableau 3

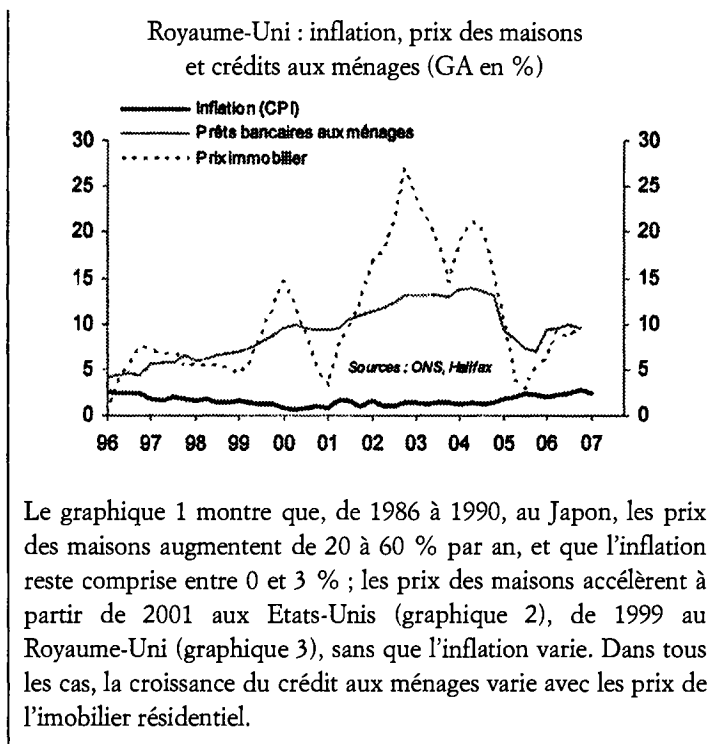
L'INFLATION DES PRIX DES BIENS ET SERVICES
ET L'INFLATION DES PRIX DES ACTIFS
SONT DES CHOSES TRÈS DIFFÉRENTES
LES PRIX DE L'IMMOBILIER ET LE CRÉDIT AUX MÉNAGES
ÉVOLUENT PARALLÈLEMENT

Japon : inflation, prix immobilier
et crédits aux ménages (GA en %)



Etats-Unis : inflation, prix des maisons
et crédits aux ménages (GA en %)





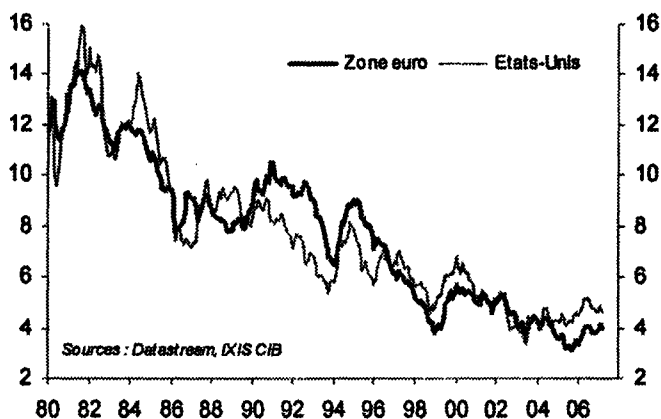
Mais, s'il doit y avoir surveillance des prix et du crédit aux ménages, encore faut-il le faire intelligemment. Une hausse du crédit aux ménages n'est pas, en soi, condamnable si elle apparaît dans une situation où il est légitime que le taux d'endettement des ménages puisse devenir plus élevé (voir tableau 4). Cette analyse a souvent été faite par la Réserve Fédérale aux Etats-Unis, pas par la BCE. La Réserve Fédérale a expliqué que la réduction de l'inflation, donc la baisse des taux d'intérêt, la diminution

Tableau 4

TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES
(PAR RAPPORT À LEUR REVENU)

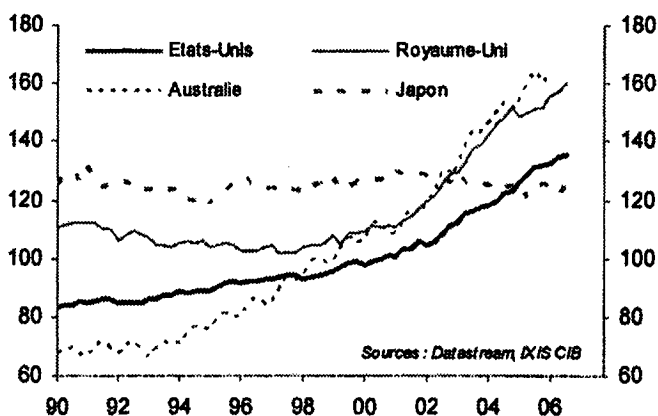
Dans plusieurs pays de la zone euro, il est raisonnable que le taux d'endettement des ménages augmente. D'une part, la baisse de l'inflation a entraîné une baisse forte des niveaux et de la variabilité des taux d'intérêt.

Taux d'intérêt à 10 ans

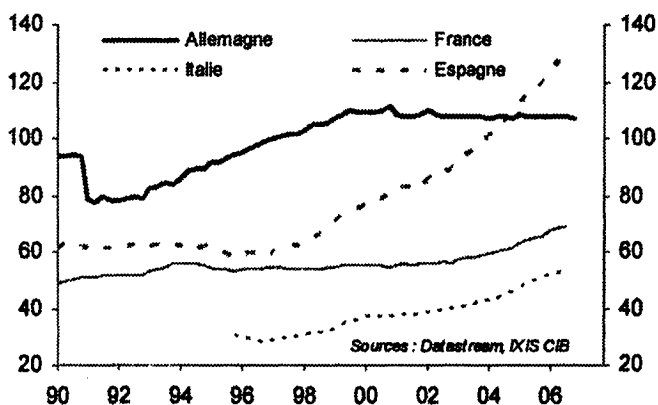


D'autre part, dans ces pays (France, Italie en particulier), le taux d'endettement des ménages est très faible par rapport à la moyenne internationale.

Endettement des ménages
(en % du revenu disponible des ménages)



Endettement des ménages
(en % du revenu disponible des ménages)



de la variabilité de l'inflation, des taux d'intérêt, de la croissance, l'amélioration de la technologie des prêts aux ménages (allongement des durées des prêts, possibilités plus larges de refinancement anticipé, possibilité de passer des taux variables aux taux fixes...) justifiaient un taux d'endettement des ménages plus élevé que dans le passé. Cela permettait à la banque centrale d'accepter une croissance plus rapide du crédit, correspondant au passage à un taux d'endettement admissible plus grand. Puisque la BCE a un objectif pour la croissance de la masse monétaire (donc du crédit), elle interdit de fait une hausse des taux d'endettement, car si le taux d'endettement monte, évidemment le crédit progresse plus vite que les revenus. Cette position n'a pas de sens si les évolutions citées plus haut permettent une hausse des taux d'endettement, ou si dans certains pays les taux d'endettement des ménages sont initialement bas et convergent vers un standard international plus élevé (ce qui est par exemple le cas en France et en Italie).

La seconde précaution à prendre est d'agir avant qu'il ne soit trop tard. Nous avons vu dans le premier chapitre que, dans les périodes où l'inflation était une menace, il fallait que les banques centrales luttent préventivement contre l'inflation. Dans le cas contraire, la correction de l'inflation et des anticipations d'inflation avaient un coût réel considérable (en production par exemple).

Si les banques centrales attendent que les prix des actifs soient exagérément élevés et les taux d'endettement colossaux pour accroître les taux d'intérêt, elles vont systématiquement provoquer une catastrophe,

comme au Japon au début des années 1990, avec chute des prix des actifs, perte de richesse, défauts des emprunteurs, puis crise bancaire.

Il ne faut pas cacher qu'il y a ici une véritable difficulté. Arrêter trop tôt la hausse des prix des actifs prive l'économie d'un facteur de croissance peut-être justifié, raisonnable et acceptable ; l'arrêter trop tard fait courir un risque sérieux de crise financière. Prenons le cas des Etats-Unis aujourd'hui : la dette des ménages atteint 130 % de leur revenu contre 90 % en 1996, mais les taux de défaut (de faillite) des ménages sont restés très bas jusqu'à ce qu'en 2007 ils augmentent pour les ménages à revenus les plus faibles qui se financent avec du crédit dit « subprime », et les intérêts payés par les ménages sont plus bas qu'en 1990 : faut-il arrêter la progression de la dette ? Par contre, lorsque, de 1995 à 2000, le Nasdaq (l'indice des valeurs technologiques aux Etats-Unis) a été multiplié par 7, il est à peu près certain qu'il aurait été préférable de passer à une politique monétaire plus restrictive pour limiter cette hausse ; quand la Banque d'Angleterre durcit sa politique monétaire en 2004 alors que les prix relatifs des maisons ont doublé depuis 1996, elle a certainement raison.

Une action préventive contre les hausses excessives des prix des actifs est aussi nécessaire parce que, lorsque les prix des actifs restent durablement élevés, les investisseurs institutionnels et les banques ont le temps d'accumuler des portefeuilles importants d'actifs achetés à un prix élevé, ce qui leur fait courir un risque grave d'insolvabilité en cas de retournement à la baisse des

prix des actifs comme on le voit à l'été 2007. Prenons l'exemple du Japon. Les banques y détiennent des portefeuilles d'obligations d'une valeur correspondant à 25 % du produit intérieur brut du Japon ; les investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension) des portefeuilles obligataires correspondant à 50 % du PIB. Ces obligations ont été achetées à une période de taux d'intérêt à long terme très bas, donc de prix très élevés des obligations ; le durcissement de la politique monétaire qui a débuté, après une période de temps aussi longue de taux d'intérêt très bas, fait donc courir un risque de moins-values en capital très important pour les banques et les investisseurs.

Revenons, au sujet du contrôle des prix d'actifs, sur une source de conflit avec l'objectif de stabilité des prix des biens qui peut venir du choix de la transparence optimale de la banque centrale. La coordination des anticipations implique que les agents économiques (ménages, entreprises, marchés financiers) forment des anticipations similaires des taux d'intérêt futurs, de l'inflation future. Mais, dans le même temps, cette coordination des anticipations de la politique monétaire future conduit les agents économiques à prendre simultanément les mêmes positions sur les marchés des actifs, d'où une variabilité accrue des prix des actifs qui est au contraire défavorable, et peut déstabiliser la production.

Contrairement à ce que disent les banques centrales, il peut y avoir ici, pour le choix de la transparence optimale, conflit entre les objectifs de stabilité des prix des biens et services et de stabilité des prix des actifs.

Expliquons-nous : chaque agent économique dispose d'une information qui lui est personnelle (une information privée) et forme ses anticipations à partir de cette information privée, ce qui peut conduire à des anticipations très hétérogènes. Si la banque centrale est transparente, elle fournit une information qui est commune à l'ensemble des agents économiques, et celle-ci étant perçue comme de qualité supérieure à l'information particulière, les anticipations individuelles se forment surtout à partir de cette information commune, donc deviennent très semblables, très homogènes. Une banque centrale transparente, au travers de la coordination des anticipations, conduit donc normalement à une plus grande homogénéité des anticipations de taux d'intérêt futurs, donc des variables qui dépendent des taux d'intérêt futurs.

Le « joueur de flûte » emmène avec lui tous les intervenants des marchés financiers.

L'idée que nous développons ici est que cette plus grande homogénéité des anticipations peut avoir des effets favorables (rendre plus facile le contrôle de l'inflation anticipée, donc de l'inflation elle-même) mais peut avoir aussi des effets défavorables : l'homogénéité des anticipations conduit les agents économiques à prendre simultanément les mêmes positions sur les prix des actifs. D'où une déstabilisation des prix d'actifs ; le choix de la transparence optimale ferait donc apparaître un conflit entre l'objectif de stabilité des prix des biens et services et l'objectif de stabilité des prix des actifs et, en conséquence, de la production.

Après avoir évoqué la question du contrôle des prix des actifs et du crédit, regardons les risques financiers spécifiquement. Dans la période récente, l'attention s'est en particulier concentrée sur la croissance des marchés de dérivés. Les marchés dérivés, qui sont des marchés pour des actifs dont le prix dépend des prix d'actifs simples traités sur des marchés au comptant (actions, obligations publiques et privées, taux de change, matières premières), sont initialement des marchés où on peut couvrir les risques liés à la détention de ces actifs sous-jacents.

Prenons le cas des dérivés de crédit. Il s'agit du marché des CDS (*Credit Default Swaps*) : l'acheteur d'un CDS lié à une émission obligataire d'une entreprise reçoit un montant fixé à l'avance si l'entreprise fait défaut sur sa dette ; l'achat du CDS couvre donc le risque lié à la détention de l'obligation de l'entreprise. Mais ce marché des CDS a été détourné puisque, d'un marché de couverture du risque, c'est devenu un marché d'investissement. Les investisseurs achètent des CDS (ou des actifs construits à partir des CDS) pour les mettre en portefeuille comme actifs, pas pour se couvrir. De ce fait, la taille du marché des CDS a énormément crû : il représentait 4 % du marché des obligations d'entreprise en 2001, 70 % en 2006.

Le risque est a priori double : que les acheteurs de CDS ne maîtrisent pas le risque induit (celui de défaut des entreprises) ; que le marché des CDS deviennent tellement gros que sa dynamique domine celle du marché des obligations d'entreprise (qu'on appelle marché du

« crédit ») dont il dépend normalement. Une chute de la demande de CDS par les investisseurs pourrait alors conduire à une hausse des taux d'intérêt auxquels les entreprises sont confrontées sur leur dette, sans qu'il y ait de dégradation de la situation financière des entreprises.

C'est exactement ce qui s'est produit à l'été 2007. On attend dans ce type de configuration des banques centrales qu'elles analysent en détail et scientifiquement ces risques, sans tomber dans deux pièges. L'un (piège dans lequel est tombée la Réserve Fédérale) consiste à dire que, ces produits élargissant les marchés financiers, ils ne pouvaient qu'avoir un rôle favorable ; l'autre (piège dans lequel tomberait facilement la BCE) consistant à dire que, puisqu'il s'agit de produit compliqués et risqués, il faut les réglementer et en freiner le développement.

Politique monétaire nationale et liquidité mondiale

Depuis dix ans, l'orientation de la politique monétaire mondiale a progressivement dépendu de moins en moins des politiques monétaires menées dans les grands pays (Etats-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon) et de plus en plus des politiques monétaires – et de change – menées dans les pays émergents et dans les pays producteurs de matières premières.

D'une part, il y a eu intégration des marchés financiers ; les investisseurs se sont diversifiés et ont acquis de plus en plus de titres étrangers. Cela veut dire que les

marchés de titres financiers (actions, obligations) des différents pays ont dépendu de plus en plus des politiques monétaires menées dans les autres pays. Prenons par exemple le cas d'un assureur japonais ou d'une banque japonaise. Ses ressources (à court terme) sont des ressources en yens, avec lesquelles il ou elle peut acheter des actions, des obligations, des actifs immobiliers... aux Etats-Unis ou en Europe ; ceci rend bien les marchés d'actifs américains et européens dépendants de la politique monétaire du Japon.

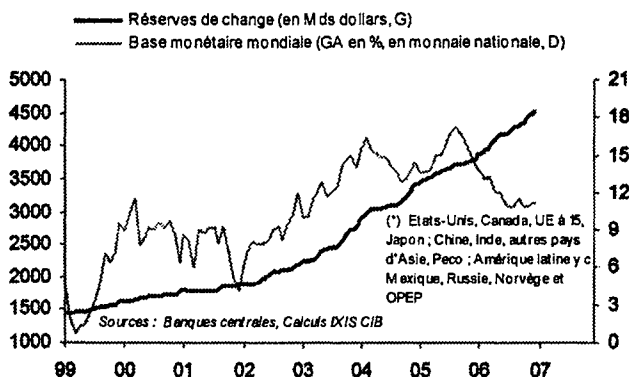
D'autre part, les pays émergents se sont mis à accumuler de très importantes réserves de change en devises. Dans certains cas ces pays ont des excédents commerciaux importants et ont voulu éviter l'appréciation de leurs devises par rapport au dollar afin de préserver leur compétitivité et leur capacité à exporter. Ceci est typiquement la politique menée par la Chine, dont la croissance dépend très largement des exportations (les exportations augmentent chaque année de 25 à 30 % en volume), et qui ne veut pas prendre le risque d'une croissance moindre en laissant s'apprécier sa monnaie par rapport au dollar. Cela impose à la Banque centrale de Chine d'accumuler dans ses réserves de change les excédents commerciaux de la Chine et les entrées de capitaux, c'est-à-dire d'acheter et de conserver des titres en dollars à partir des dollars reçus par le pays, faute de quoi les détenteurs de ces dollars les vendraient et il y aurait dépréciation du dollar. Cette opération d'accumulation de réserves de change crée de la monnaie (en fait de la « monnaie de banque centrale », voir tableau 5).

Prenons le cas d'un exportateur chinois qui reçoit un paiement en dollars de la part d'un client étranger ; il porte ces dollars à sa banque pour obtenir de la devise locale. Si la banque chinoise vendait ces dollars sur le marché des changes, cette vente entraînerait une dépréciation du dollar ; c'est ce qui se produirait si on se trouvait en régime de taux de change flexibles. Mais dans le régime de taux de change quasi fixes que maintient la Banque centrale de Chine, elle achète ces dollars à la banque commerciale chinoise, les investit dans ses réserves de change et crée sa propre monnaie pour payer la banque : il y a donc bien parallèlement accumulation de réserves de change et création monétaire, qui alimente la liquidité mondiale. La situation est semblable dans un second groupe de pays qui est celui des pays exportateurs de matières premières ; ils reçoivent des recettes en dollars grâce à la vente de matières premières, les accumulent dans leurs réserves, donc les replacent sur les marchés financiers (ce qu'on a appelé le « recyclage » des capitaux pétroliers). Nous voyons donc que d'une part la liquidité mondiale « circule » : elle peut être utilisée dans un pays pour acheter les actifs d'autres pays ; d'autre part elle est générée par l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents ayant des surplus de balance commerciale. Ce mécanisme explique 90 % de la hausse de la liquidité mondiale. C'est d'ici que vient le problème pour les banques centrales des grands pays : elles n'ont qu'une influence très faible (10 % donc) sur l'orientation de la politique monétaire

Tableau 5

ACCUMULATION DE RÉSERVES DE CHANGE ET CRÉATION DE LIQUIDITÉS

La base monétaire mondiale représente l'ensemble des liquidités créées par les banques centrales.



mondiale, sur l'accroissement de la base monétaire mondiale.

Prenons l'exemple des taux d'intérêt à long terme, aux Etats-Unis ou dans la zone euro. Les marchés obligataires sur le dollar et sur l'euro sont des marchés complètement internationaux, où les investisseurs étrangers ont un poids très important ; de ce fait, l'équilibre des marchés obligataires, qui détermine les taux d'intérêt à long terme, dépend de la politique monétaire mondiale beaucoup plus que des politiques monétaires nationales, c'est-à-dire dépend des politiques d'accumulation des réserves de change dans les pays émergents beaucoup

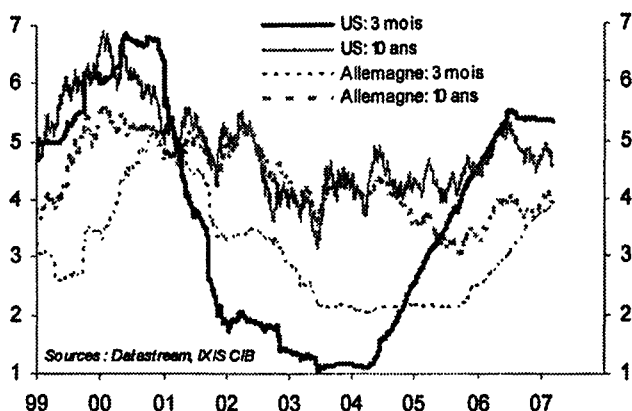
plus que des choix de politique monétaire (des niveaux de taux d'intérêt à court terme) aux Etats-Unis et dans la zone euro.

On peut donc considérer que la Réserve Fédérale et la BCE ne contrôlent que les taux d'intérêt à court terme et non les taux d'intérêt à long terme. Cela n'aurait pas d'importance si les financements (les crédits) étaient faits à court terme ou à taux d'intérêt variables (variables en fonction de l'évolution des taux d'intérêt à court terme) ; c'est le cas au Royaume-Uni, en Espagne, en Italie, au Portugal, en Finlande... Mais aux Etats-Unis, en Allemagne, en France, en Autriche, aux Pays-Bas, au Japon, l'essentiel des financements est fait à long terme à taux fixe, c'est-à-dire que le coût des crédits est lié aux taux d'intérêt à long terme, que les banques centrales nationales, on vient de le voir, contrôlent de moins en moins (voir tableau 6).

Ben Bernanke a écrit en 2006 un texte très intéressant sur cette question. Il conclut que le niveau très bas des taux d'intérêt à long terme est dû, non pas à la crédibilité de la banque centrale et au bas niveau des anticipations d'inflation (voir chapitre 2), mais à l'abondance de la liquidité mondiale. La banque centrale doit donc modifier son comportement de fixation des taux d'intérêt à court terme pour compenser la perte de sa capacité d'influence automatique des taux d'intérêt à long terme. La BCE s'est limitée pour l'instant à une analyse attribuant le bas niveau des taux d'intérêt à long terme à sa crédibilité. La question de l'internationalisation des marchés financiers et de ce fait de la perte d'influence des

Tableau 6

FAIBLE EFFET DES TAUX D'INTÉRÊT À COURT TERME
SUR LES TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME



La remontée des taux courts, aux Etats-Unis depuis le début de 2004, dans la zone euro depuis la fin de 2005, n'a été transmise que très partiellement aux taux longs comme le montre le graphique. En 2007 les taux d'intérêt à long terme sont plus bas que les taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis.

politiques monétaires se pose pourtant de façon cruciale – si l'analyse de Ben Bernanke est fondée – puisque la banque centrale ne contrôle plus la partie de la demande intérieure qui est liée au crédit (achats de biens d'équipement des entreprises ou des ménages, de logements). Ce sont les pays émergents et leurs banques centrales qui déterminent les conditions monétaires (et du crédit) aux Etats-Unis, en Allemagne, aux Pays-Bas et en France.

Décision en incertitude

Les banques centrales contemporaines sont ainsi confrontées à une très forte incertitude sur les effets de leurs actions. Le bas niveau des taux d'intérêt à long terme est-il dû à l'excès de liquidité mondiale ? A la faible variabilité économique ? Au bas niveau des anticipations d'inflation, c'est-à-dire entre autres à la crédibilité de la banque centrale ? La BCE est une banque centrale récente, qui a donc peu d'expérience de la réaction de l'économie européenne aux variations des taux d'intérêt. Les entreprises, au moins les entreprises internationales, ont une profitabilité très forte, qui implique qu'elles n'ont pas à rechercher de ressources externes (crédits, émissions obligataires...) pour financer leurs investissements. D'un autre côté, la technologie des prêts aux ménages a beaucoup évolué. Outre que la nature des prêts (entre taux fixes et taux variables) est différente d'un pays à l'autre, on sait aussi que les prêts sont devenus beaucoup plus sophistiqués en France, en Italie, en Espagne : possibilité d'allonger la durée, de passer des taux fixes aux taux variables, incorporation de multiples options dans les crédits... Les banques centrales ont peu d'expérience de taux d'endettement des ménages aussi élevés, d'effets de la richesse financière ou immobilière sur l'économie aussi importants.

Que doit faire une banque centrale si elle a de l'incertitude quant aux effets de la politique monétaire sur

l'économie ? La réponse de la théorie économique traditionnelle est claire : elle doit être prudente, c'est-à-dire réduire l'ampleur des variations de la politique monétaire. Puisqu'elle ne connaît pas bien la réaction de l'économie aux changements d'orientation de la politique monétaire, elle doit diminuer la taille de ses changements d'orientation.

Mais des analyses récentes conduisent à d'autres conclusions. Par exemple, si une banque centrale veut absolument éviter une évolution qu'elle juge catastrophique (une inflation excessive, une hausse importante du chômage), alors, si elle est incertaine sur le fonctionnement de l'économie, elle doit au contraire être très « activiste » pour être sûre que cette évolution ne se produira pas.

La question du prêteur en dernier ressort

L'exemple du Japon et des Etats-Unis au début des années 1990, l'exemple, moins grave, de la crise de l'été 2007 ont montré qu'une crise de liquidité bancaire était toujours possible ; il s'agit d'une situation où, en raison du retrait des prêteurs à court terme (par exemple d'une partie des déposants ou des investisseurs qui achètent les produits financiers construits par les banques), les banques manquent de ressources liquides pour faire face à leurs engagements à court terme ; il y a crise de liquidité, ce qui ne signifie pas que les banques soient insolvables. Le rôle du prêteur en dernier ressort (la banque

centrale normalement) est alors de prêter aux banques les liquidités nécessaires pour éviter qu'il y ait défaut (faillite) des banques, aussi pour rétablir la confiance des prêteurs dans la solidité des banques.

De ce point de vue, la situation de la zone euro est compliquée car les marchés financiers se sont partiellement intégrés. Les banques se sont d'abord concentrées domestiquement, puis on a vu apparaître les premières fusions bancaires transfrontières ; les groupes bancaires opèrent dans plusieurs pays de l'Union européenne (40 groupes bancaires sont présents dans plus de 6 pays de l'UE) ; les banques ont centralisé leur trésorerie, leur gestion des risques ; des conglomérats financiers se sont constitués, présents dans la banque, l'assurance, la gestion d'actifs, les services financiers... Ces conglomérats représentent environ 30 % de l'activité financière dans l'Union européenne. Des chocs financiers défavorables peuvent donc se transmettre d'un pays à l'autre, particulièrement dans la zone euro en raison des relations sur le marché interbancaire.

Pourtant, la surveillance des institutions financières est, en Europe, d'une part assurée au niveau national, d'autre part d'une manière hétérogène au niveau de chaque pays, avec des responsabilités différentes pour les banques centrales nationales, les Trésors (ministères des Finances), les agences en charge de la supervision des banques, de l'assurance, des marchés financiers, des fonds de pension..., avec en plus certaines instances de coopération entre ces agences (supervision des conglomérats, conseil ECOFIN, BCE, comités européens pour

les marchés, les pensions, les banques, Commission Européenne...). Le système est donc extrêmement compliqué, et dispersé, même si ces instances de coordination existent.

Que se passerait-il dans la pratique en cas de crise de liquidité dans une banque, ou un groupe bancaire européen ? Cette crise pourrait conduire à un risque systémique par la contagion au travers des systèmes de paiement (marché interbancaire en euros), des systèmes de règlement-livraison sur les titres entre institutions financières. Si une banque ne peut pas rembourser une autre banque à l'échéance d'un prêt interbancaire à court terme, la crise de liquidité se transmet à l'autre banque. Ce type de crise pourrait d'abord être repéré nationalement : besoin anormal de liquidité d'une banque, incapacité d'une banque à réaliser une transaction interbancaire, à régler un achat de titres... Il pourrait aussi être repéré au niveau de la BCE : hausse anormale des taux d'intérêt des prêts interbancaires, ce qui a été le cas en août 2007.

La première difficulté, dans le cas de la zone euro, serait de détecter suffisamment tôt la crise, en raison du risque de crise systémique, s'il n'y a pas très rapidement injection de liquidités par les banques centrales. Mais ceci nécessite une coordination très complexe en Europe entre les banques centrales nationales, les multiples agences de supervision et la BCE... La situation est beaucoup plus simple aux Etats-Unis où on sait que la Réserve Fédérale de New York joue le rôle central dans ce type de crise.

Une seconde difficulté serait de savoir qui intervient ; s'il s'agit d'un groupe bancaire européen, quelle banque centrale nationale prête des liquidités à la banque en difficulté ? Comment une banque centrale nationale connaît-elle le besoin de liquidités ou le niveau de solvabilité d'un groupe bancaire européen qui donne de l'information à plusieurs agences de supervision des banques ou banques centrales ?

La nature de l'intervention peut aussi être compliquée : elle consiste pour la banque centrale concernée à prêter à la banque en difficulté en échange d'actifs qu'elle n'accepte pas normalement dans ce type d'opérations (crédits...). Cela modifie la politique monétaire globale de la BCE, puisqu'il y a injection exceptionnelle de liquidités ; celle-ci peut-elle être acceptée par la BCE, par les banques centrales nationales des autres pays de la zone euro s'ils ne sont pas concernés ?

L'exemple du Japon au début des années 1990 a montré que le facteur décisif pour éviter qu'une crise de liquidité ne dégénère en une crise systémique est la rapidité de la réaction de la banque centrale. Les problèmes de coordination dans la zone euro et la multiplicité des centres de décision et des objectifs pourraient y retarder la réaction. Il ne s'agit pas d'un point théorique : n'oublions pas qu'à la fin de 2006 les crédits hypothécaires aux ménages avaient augmenté sur un an de 22 % en Espagne, de 16 % en France ; une inquiétude sur la situation des banques provoquée par exemple par une remontée trop forte des taux d'intérêt pourrait induire une méfiance des prêteurs (des déposants) et l'apparition

d'un risque de crise de liquidité. Il en est de même pour les banques ayant investi dans des actifs complexes peu liquides (produits structurés de crédit...). La réaction très rapide de la BCE à la crise de liquidité de l'été 2007, issue d'une contagion depuis la crise immobilière aux Etats-Unis (injection de plus de 200 milliards de dollars de liquidités en trois jours) est cependant rassurante.

Trois biais de comportement dangereux des banques centrales

Nous voudrions évoquer ici les effets dangereux de trois biais de comportement des banques centrales : leur aversion, quelles que soient les circonstances, pour les politiques monétaires expansionnistes, avec le danger de déprimer sans utilité l'activité, de devoir corriger ultérieurement des politiques monétaires trop restrictives ; les dangers pour l'équilibre monétaire et financier mondial de l'adhésion généralisée des banques centrales, y compris dans les pays émergents, à la politique de contrôle de l'inflation (*inflation targeting*) ; les difficultés financières impliquées, pour les individus à revenus modestes, par des politiques monétaires qui ont l'air globalement raisonnables, surtout menées dans des pays où les inégalités de revenus sont fortes.

L'aversion chronique pour l'expansion monétaire et l'expansion du crédit

La période récente a montré trois exemples de durcissement prématuré des politiques monétaires : aux Etats-

Unis où l'activité se retourne à la baisse en 2007, en raison du freinage de la construction ; dans la zone euro où les menaces sur la croissance de 2007 et 2008 sont nombreuses ; au Japon où il n'est pas certain que les risques de déflation aient disparu. Cela s'est déjà observé dans le passé. On peut donc s'interroger sur l'existence de raisons qui pousseraient les banques centrales à ne pas aimer conserver une politique monétaire expansionniste. Plusieurs pistes se dessinent : les raisons traditionnelles (risques de perte de crédibilité, de perte de contrôle des anticipations d'inflation, du crédit, des prix des actifs, de la liquidité, de mauvaise allocation de l'épargne...) ; les effets de cliquet et d'asymétrie : une fois les anticipations d'inflation accrues, il devient très difficile de les réduire ; l'absence de danger perçu s'il doit y avoir retour à une politique monétaire expansionniste après un durcissement exagéré ou prématuré ; une perception totalement asymétrique des risques : c'est sans importance de se tromper en étant trop restrictif, c'est grave de se tromper en étant trop expansionniste ; le sentiment de « déchoir » à sa mission si une politique durablement et anormalement expansionniste est maintenue.

Après analyse de la pertinence de ces pistes et leurs interactions logiques, ne restent que deux possibilités pour expliquer le comportement des banques centrales, si on ne veut pas avoir recours à l'argument d'« orgueil » : soit il y a asymétrie de fonctionnement des économies, impliquant qu'il est facile de faire apparaître l'inflation, pas de la faire disparaître ; soit il y a asymétrie des préférences des banques centrales, qui redoutent plus de se

tromper en étant trop expansionnistes qu'en étant trop restructives.

Passons à l'observation pratique pour les années 2004-2007.

Aux Etats-Unis, il était clair depuis assez longtemps qu'il allait y avoir un ralentissement important de la croissance lié initialement au ralentissement de l'activité de construction. Les mises en chantiers ont baissé de 20 % à la mi-2006 depuis le pic de 2005 ; au début de 2007, elles sont en baisse de 35 % depuis le pic. Le fait que le stock de maisons invendues croisse fortement depuis le début de 2004 (il est proche de 4 millions contre 2 millions normalement) et que le prix des maisons se retourne à la baisse depuis l'été 2005 n'a pas empêché la poursuite de la hausse du taux des *Feds Funds* (du taux d'intervention de la Réserve Fédérale) jusqu'à la fin 2006. Avec les effets induits de la baisse de l'investissement en logements (pertes d'emplois, l'emploi total ne croît plus en 2006 que des deux tiers de sa progression entre 2003 et 2005, disparition des plus-values en capital), on pouvait dès 2006 attendre que la croissance économique de 2007 justifie une baisse des taux directeurs de la Réserve Fédérale par rapport au niveau atteint à l'été 2006.

Dans la zone euro, les menaces s'accumulent sur la croissance pour l'année 2007 : ralentissement de l'économie américaine, durcissement des politiques budgétaires, particulièrement en Allemagne et en Italie ; retournement prévisible à la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, dépréciation du dollar par rapport à l'euro, qui

s'amorce depuis le début de 2006 ; forte dépendance de la croissance de la zone euro vis-à-vis du crédit aux ménages, donc vis-à-vis des taux d'intérêt, alors que la progression du pouvoir d'achat des salariés reste faible ; recul des mises en chantier après le pic de l'été 2006, léger en Allemagne, en France, en Espagne, important en Italie. Pourtant, malgré ces menaces, la BCE a continué à monter ses taux directeurs pendant toute l'année 2006.

Au Japon, la banque centrale a commencé au printemps 2006 à piloter une hausse à la fois des taux courts et des taux longs en réduisant la base monétaire (les comptes des banques commerciales à la banque centrale) en partie par de moindres achats de titres longs. Pourtant, il n'est pas certain, même s'il y a une évidente amélioration de l'économie japonaise depuis 2004, avec une croissance légèrement supérieure à 2 %, que celle-ci soit sortie de la déflation. Le nouvel indice des prix publié à l'été 2006 montre que l'inflation hors énergie est négative ; le coût salarial unitaire continue à baisser fortement. Il était donc imprudent pour la Banque du Japon de faire remonter dans l'été 2006 les taux d'intérêt nominaux si l'inflation reste négative, la hausse des taux réels pouvant faire rechuter l'économie. De plus, la faiblesse des hausses de salaires entretient la stagnation de la consommation des ménages japonais.

Ces trois banques centrales ont semblé dans la période récente très pressées de sortir d'une politique monétaire expansionniste. Dès qu'un signe d'amélioration économique apparaît, elles remontent les taux directeurs

même si de fortes menaces subsistent. Pourquoi les banques centrales sont-elles si pressées de sortir de cette stratégie ?

Les raisons traditionnelles sont connues : le maintien d'une politique monétaire expansionniste peut conduire à une perte de crédibilité avec remontée des anticipations d'inflation ; il peut conduire à une hausse excessive du crédit, des prix des actifs, de la liquidité. Tout ceci a longuement été décrit plus haut. Ces menaces se sont allégées à la fin de 2006 : les hausses des prix des maisons sont devenues faibles, la croissance de la base monétaire ralentit. De plus, si un ralentissement économique est anticipé, il est naturel d'attendre aussi un ralentissement du crédit, des prix des actifs...

La seconde possibilité est celle de la théorie dite de la « pâte dentifrice » et donc de l'asymétrie de la formation de l'inflation. Expliquons-nous : une fois les anticipations d'inflation accrues, une fois l'inflation sortie de la « zone normale », il est aussi difficile de l'y faire rentrer que la pâte dentifrice une fois qu'elle est sortie du tube. D'après cette théorie, il ne faut donc jamais prendre le risque de laisser apparaître l'inflation. Il y aurait donc une asymétrie de base dans le fonctionnement des économies : l'expansion fait facilement apparaître l'inflation, la récession ne la fait pas disparaître. Sans cette asymétrie, il suffirait pour les banques centrales d'attendre que la récession fasse son travail si un ralentissement économique est probable. Cette asymétrie existe-t-elle ?

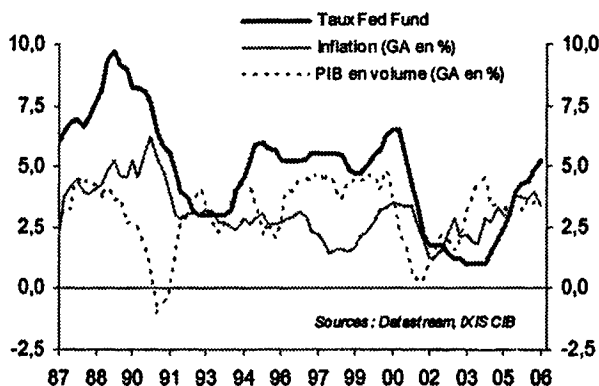
Les périodes de croissance forte et de politique monétaire expansionniste ont conduit à un supplément d'infla-

Tableau 1

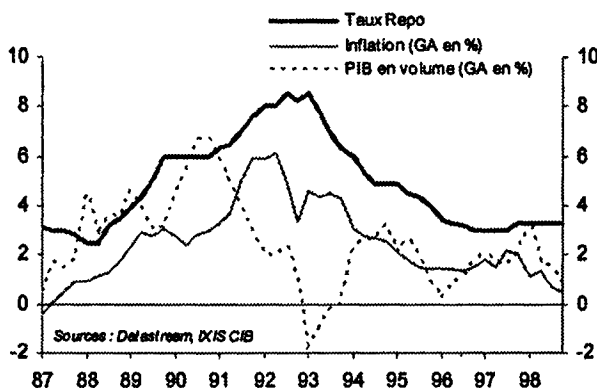
INFLATION ET DÉSINFLATION

Les graphiques 1 et 2 montrent très peu d'asymétrie entre les phases de hausse de l'inflation après les périodes de croissance forte et les phases de désinflation après les périodes de politique monétaire restrictive.

Etats-Unis : inflation, PIB et taux directeur



Allemagne : inflation, PIB et taux directeur



tion : 1989-1990 et 1999-2000 aux Etats-Unis ; 1990-1992 en Allemagne ; 2000-2001 dans la zone euro ; 1989-1992 au Japon. Mais, à l'inverse, les contractions de l'activité liées aux politiques monétaires restrictives provoquent des désinflations nettes : 1991-1992 et 2001-2002 aux Etats-Unis, 1992-1995 en Allemagne, 2002-2003 dans la zone euro, 1991-1993 au Japon. La vitesse de la désinflation est semblable à la vitesse de hausse de l'inflation, ce qui invalide l'hypothèse d'asymétrie (voir tableau 1).

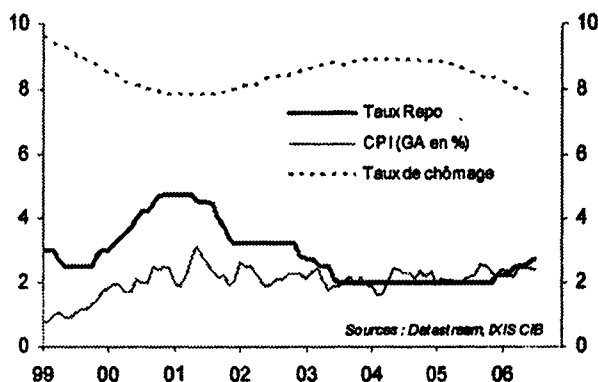
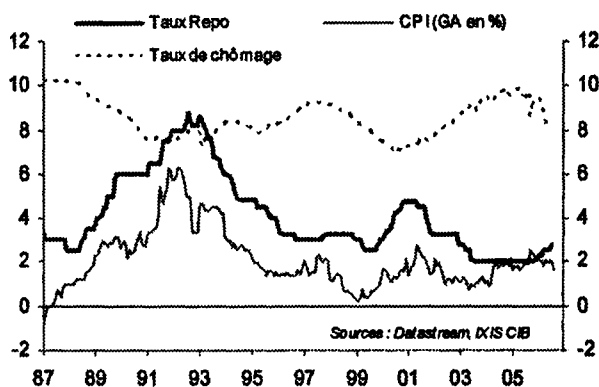
La troisième piste est liée à la possibilité de revenir en arrière. L'argument est ici très simple : si la hausse des taux directeurs se révèle être une erreur, il suffira de les baisser plus tard. A-t-on observé de tels retours en arrière dans le passé ? La réponse est positive : aux Etats-Unis la hausse de 1994 est suivie d'une baisse en 1995, la hausse en 1999-2000 d'une baisse forte en 2001-2002 ; la hausse de 2000 dans la zone euro doit être suivie en 2001 d'une baisse rapide, etc. Mais cet argument ne nous paraît pas recevable : si la banque centrale montre qu'elle s'est trompée dans ses analyses, elle perd sa crédibilité, la capacité à justifier ses choix ; les délais de réaction de la politique monétaire sont longs, de l'ordre de dix-huit mois. Il est donc trop tard, si la banque centrale corrige une erreur, pour que les effets de l'erreur sur l'économie soient eux-mêmes corrigés.

Une possibilité intéressante par contre, nous paraît être celle de la perception asymétrique des risques par les banques centrales. Celles-ci ne pénalisent pas les conséquences d'une politique monétaire restrictive par erreur, mais elles pénalisent les conséquences d'une poli-

Tableau 2

HAUSSE DES TAUX DIRECTEURS ALORS QUE LE CHÔMAGE EST ENCORE ÉLEVÉ

Cette configuration s'observe clairement en Allemagne, en 1991-1992 (graphique 1) ; dans la zone euro, à partir de la fin 1999 (graphique 2).



tique monétaire expansionniste par erreur. Elles préfèrent donc prendre le risque de générer du chômage et une inflation trop faible à prendre le risque de générer un excès de demande, de crédit et une inflation trop forte. Peut-on vérifier la présence de cette asymétrie de comportement ?

Ce n'est pas clair aux Etats-Unis : les hausses des taux ont toujours lieu lorsque le chômage est bas et en baisse ; mais en Allemagne, en 1991-1992, les taux d'intérêt sont accrus alors que le chômage repart à la hausse ; dans la zone euro, la hausse des taux de 1999-2000 a lieu alors que le chômage est encore élevé ; il faudra attendre 1998 au Japon pour passer à une politique monétaire réellement expansionniste. L'hypothèse d'asymétrie de comportement des banques centrales est plausible dans la zone euro et au Japon (tableau 2).

Peut-on enfin croire à l'« orgueil » des banques centrales ? A défaut d'autre hypothèse valide, on pourrait imaginer que certaines banques centrales considèrent la poursuite durable d'une politique monétaire « anormalement » expansionniste comme « déshonorante ». N'y a-t-il pas, dans les décisions récentes de la Banque du Japon, quelques signes de ce type de réaction ?

Il paraît donc clair que les banques centrales passent prématurément à une politique monétaire plus restrictive, même quand il existe des risques importants (freinage de la croissance, baisse des prix) dans le futur. Comment s'enchaînent les pistes que nous avons analysées ?

L'analyse traditionnelle (piste 1, crédibilité, contrôle du

crédit, de la liquidité) n'a de sens qu'associée à la piste 2 (l'asymétrie de fonctionnement de l'économie). S'il n'y a pas d'asymétrie de fonctionnement de l'économie, si une banque centrale anticipe une récession, elle peut accepter à court terme une hausse de l'inflation.

La piste 3 (possibilité de changer d'avis) ne nous paraît pas sérieuse car trop dangereuse pour la crédibilité et incompatible avec les délais d'action de la politique monétaire.

La piste 4 (asymétrie des préférences de la banque centrale) implique qu'elle accepte de se tromper en étant trop restrictive, pas en étant trop expansionniste.

Si on ne veut pas recourir à la piste 5 (l'« orgueil » des banques centrales), il n'y a alors que deux possibilités : l'asymétrie de fonctionnement des économies, l'asymétrie des préférences des banques centrales. Si notre analyse est correcte, on voit que les possibilités de conflits entre les banques centrales, les opinions, les gouvernements, sont fortes. Comment faire accepter aux opinions et aux gouvernements que les banques centrales non seulement freinent la croissance quand l'inflation menace, ce qui est raisonnable, mais aussi freinent la croissance alors que l'inflation ne menace pas et qu'il reste juste un faible risque que le danger inflationniste puisse réapparaître.

*Les dangers de l'« inflation targeting »
pour la stabilité financière mondiale*

Le ciblage d'inflation (*inflation targeting*) est un choix de plus en plus consensuel. En quoi consiste-t-il ? La banque centrale réalise elle-même des prévisions de l'inflation future à partir d'hypothèses d'environnement (prix du pétrole, croissance mondiale...) et en fonction de la politique monétaire qu'elle mène. Elle a un objectif pour l'inflation future ainsi prévue et ajuste sa politique monétaire (ses taux d'intérêt) jusqu'à ce que l'inflation prévue soit conforme à l'objectif. C'est une organisation très sophistiquée : la banque centrale suppose qu'elle prévoit bien l'inflation future, donc que le meilleur indicateur avancé dont elle dispose est sa propre prévision. Un changement aujourd'hui dans ses taux d'intérêt a un effet immédiat sur l'inflation prévue, et il est donc possible à tout moment d'afficher et de mesurer les effets de la politique monétaire qui est menée.

Les conséquences de ce choix pour l'organisation de la politique monétaire sont nombreuses : la banque centrale doit être transparente, puisqu'elle doit rendre visible son processus de prévision ; elle doit être responsable, puisqu'elle s'engage à respecter l'objectif affiché d'inflation.

Elle ne peut pas avoir d'autre objectif que l'inflation. Nous avons déjà regardé les cas des prix d'actifs, du crédit... ; nous nous intéressons ici particulièrement au cas des taux de change. La majorité des pays (Royaume-Uni,

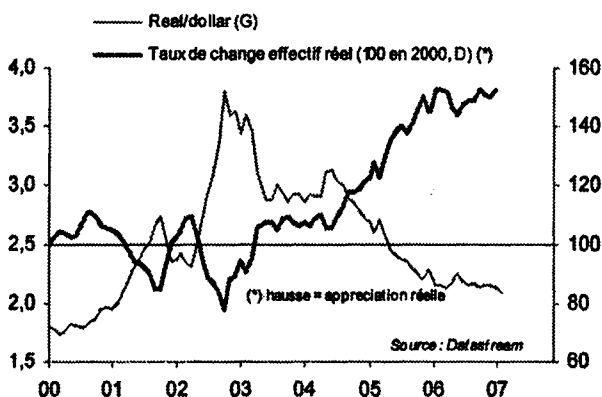
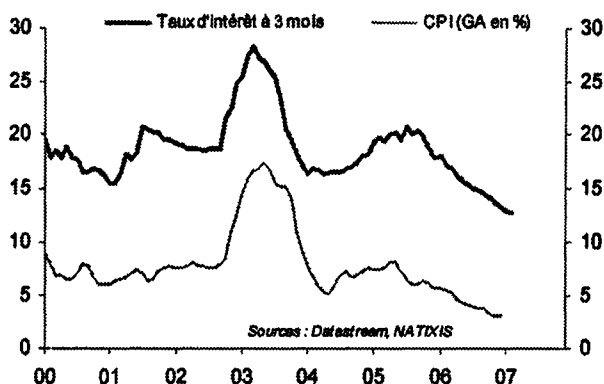
Canada, Australie, Nouvelle-Zélande, Pologne, Corée, Thaïlande, Israël, Brésil, République tchèque, zone euro...) contrôlent leur inflation domestique sans se préoccuper du reste, en particulier des taux de change. Leur idée de base est que le choix du ciblage d'inflation évite les déséquilibres monétaires et financiers de toutes natures, en particulier les déviations du taux de change, les problèmes de balance des paiements. Gardez votre inflation faible, et tout le reste ira bien ! Nous allons malheureusement montrer que ce n'est pas le cas. *L'inflation targeting* fait courir de graves risques à la stabilité financière mondiale.

Le problème est le suivant : parmi les pays qui ont choisi de contrôler l'inflation (future anticipée), certaines ont une inflation faible, donc des politiques monétaires expansionnistes et, de ce fait, des taux de change qui se déprécient. Mais la situation la plus normale, au moins en ce qui concerne les pays émergents, est que ces pays subissent des pressions inflationnistes pour de multiples raisons : rattrapage des niveaux de prix et de coûts des pays les plus avancés ; incapacité des producteurs domestiques de satisfaire la demande, c'est-à-dire l'insuffisance des capacités de production, absence de concurrence sur les marchés, croissance forte...

Confrontés à cette situation de pressions inflationnistes, les banques centrales vont donc passer à une politique monétaire restrictive qui, d'une part handicape le développement (l'investissement), et surtout, attire des capitaux étrangers puisque les taux d'intérêt du pays montent, ce qui conduit donc à une appréciation du

Tableau 3

LA POLITIQUE DE LUTTE CONTRE L'INFLATION AU BRÉSIL



Le risque d'inflation implique le maintien d'un taux d'intérêt réel très élevé au Brésil, il en suit, avec les entrées de capitaux, une appréciation réelle considérable du réel (de la devise).

taux de change qui peut être destructrice à long terme par la perte de compétitivité qu'elle implique (voir tableau 3).

La banque centrale du Brésil mène une politique très restrictive pour empêcher le retour de l'inflation ; cette politique parvient bien à réduire la hausse des prix, mais au prix de taux d'intérêt réels (10 % au début de 2007) extraordinairement élevés qui affaiblissent la croissance (la tendance au Brésil est inférieure à 3 %, ce qui est anormalement et dangereusement faible) et d'une appréciation considérable de la devise pratiquement de 100 % en quatre ans !

Le problème rencontré à nouveau ici est la conviction de la plupart des banques centrales que si l'inflation est sous contrôle tout va bien. Ce n'est pas vrai en ce qui concerne les bulles sur les prix des actifs, l'endettement ; ce n'est pas vrai non plus en ce qui concerne les taux de change.

La concentration sur l'objectif domestique d'inflation et l'oubli, de ce fait, de la surveillance des taux de change pourra avoir des effets dramatiques sur les économies des pays cités plus haut. Mais la force de conviction des tenants de l'*inflation targeting* a été telle que les pays émergents y ont adhéré sans réfléchir à ce que les dangers liés à des parités de change déformées, à la surévaluation, étaient bien plus graves que les dangers d'un peu d'inflation en trop, surtout pour un pays émergent.

*La souffrance des « pauvres »
lors d'un durcissement monétaire qui semble justifié*

Prenons l'exemple du Royaume-Uni où les inégalités de revenus se sont fortement ouvertes depuis le milieu des années 1990, au profit d'une petite minorité de Britanniques. Les bonus de la City représentent en 2007 2 % du Produit intérieur brut du Royaume-Uni ; en 2005, 95 % des crédits hypothécaires faits au Royaume-Uni sont pris par des Britanniques ayant un revenu supérieur à celui qui correspond au pic de la distribution des revenus.

Quel est le lien avec la politique monétaire ? Les Britanniques les plus fortunés continuent à soutenir la consommation des ménages et les achats de logements même quand la Banque d'Angleterre augmente ses taux d'intérêt ; ils sont en effet assez indifférents vis-à-vis des taux du crédit et des prix des biens et services qu'ils achètent. De ce fait, quand la Banque d'Angleterre augmente ses taux d'intérêt directeurs, elle constate que le crédit hypothécaire, les mises en chantier, les prix des maisons, les ventes au détail redémarrent assez vite et que l'inflation ne ralentit pas, en raison du poids de plus en plus massif de la demande des « riches » dans le soutien de l'activité (voir tableau 4).

Puisque les crédits immobiliers sont faits à taux variables au Royaume-Uni, la hausse des taux courts a pour effet immédiat de faire monter les intérêts payés sur leur dette (de 7 % du revenu des ménages en 2003 à 9,5 % au début de 2007). Le nombre de Britanniques en

Tableau 4

LA POLITIQUE MONÉTAIRE BRITANNIQUE NE CONTRÔLE PLUS
L'ÉCONOMIE MAIS MET EN DIFFICULTÉ LES « PAUVRES »

Les graphiques 1 et 2 montrent une évolution étonnante au Royaume-Uni ; malgré la hausse des taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre depuis la fin de 2003, les ventes au détail augmentent encore de 4 % par an en termes réels ; les mises en chantiers restent fortes, les prix des maisons réaccélèrent en 2005, la bourse monte de manière continue, et l'inflation accélère depuis 2004. Il apparaît clairement que le durcissement de la politique monétaire n'a plus d'effet, au moins d'effet durable, sur la demande et les prix.

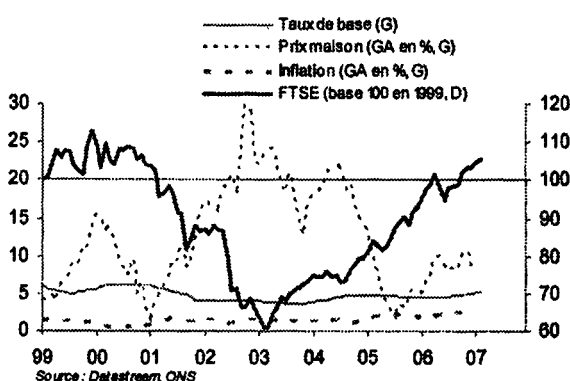
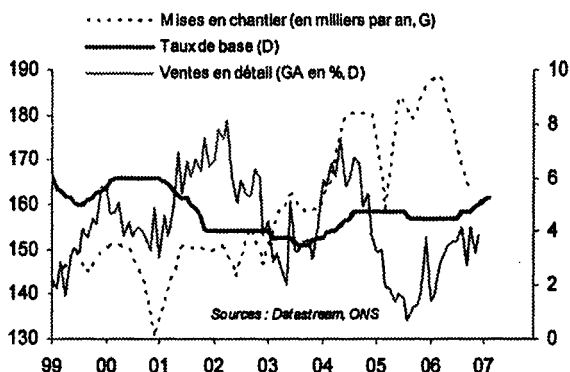
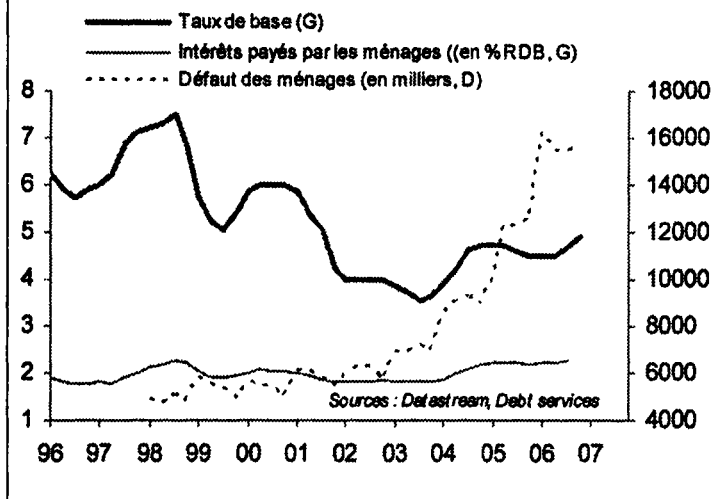


Tableau 5

Le graphique montre clairement que la hausse des taux d'intérêt à court terme au Royaume-Uni, les prêts étant faits à taux variable, génère immédiatement une forte hausse des intérêts payés sur la dette des ménages et une très forte hausse des défauts des ménages.



situation de faillite personnelle (c'est-à-dire incapables de faire face au service de leur dette) est multiplié par 3 entre la fin de 2004 et le début de 2007 (voir tableau 5). La politique monétaire du Royaume-Uni, si elle n'a pas réussi à freiner la croissance a bien réussi à générer de fortes difficultés financières pour les Anglais les plus modestes.

La conclusion générale est que les banques centrales

mènent aujourd'hui des politiques monétaires trop « brutales ». Se concentrant sur la seule stabilité des prix, elles ne laissent pas les économies redémarrer même dans des situations où l'inflation ne semble pas sérieusement menacer ; elles ne s'occupent pas de l'équilibre extérieur et des taux de change, ce qui implique que la concentration de l'attention des banques centrales sur les objectifs domestiques génère une forte instabilité des parités de change ; elles ne s'occupent pas des effets des politiques monétaires plus restrictives sur les catégories sociales les plus fragiles.

A quoi ressemblerait une banque centrale « moderne » ?

Nous voulons ici aborder un point de vue plus général et poser trois questions. L'une porte sur les institutions : peut-on encore aujourd'hui justifier l'organisation institutionnelle où les banques centrales sont indépendantes et ne s'occupent que de la stabilité des prix ? La deuxième porte sur la conduite de la politique monétaire après la mondialisation : quels peuvent être les objectifs de la politique monétaire si l'inflation a durablement disparu ? La troisième porte sur la manière d'organiser la responsabilité, le fait de rendre des comptes, des banques centrales.

Une organisation institutionnelle très particulière et ses justifications théoriques

L'organisation institutionnelle monétaire choisie dans la plupart des pays est tout à fait « anormale » puisqu'une banque centrale indépendante se trouve en charge uniquement de la stabilisation des prix. Les banques centrales

choisissent une des politiques économiques (la politique monétaire) parmi de nombreuses politiques économiques (budgétaire, du marché du travail, politiques de protection sociale, de change, industrielle...). Aucune des autres institutions publiques qui déterminent les autres politiques n'est indépendante ; il s'agit d'administrations, de ministères, dont les politiques sont par nature coordonnées par les choix des gouvernements, et sont approuvées et contrôlées par les Parlements. Il faut donc des raisons très fortes pour prendre une seule de toutes ces politiques et la confier à une institution indépendante du gouvernement et du Parlement. Ce choix pose de plus un problème de contrôle démocratique et de crédibilité.

L'indépendance va normalement de pair avec le fait de rendre des comptes. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre doit expliquer au chancelier de l'Echiquier les raisons pour lesquelles, si cela se produit, l'inflation est supérieure à 2 %. La BCE, en revanche, est placée devant des contraintes particulièrement faibles : certes, le président de la BCE s'explique de vive voix épisodiquement, mais de l'avis des analystes, ces interventions brillent surtout par leur maigre contenu informatif.

Seconde particularité : en plus d'être indépendante, la banque centrale a un objectif différent de l'objectif social. Si la banque centrale est indépendante du gouvernement, c'est-à-dire que la politique monétaire n'est pas coordonnée avec les autres politiques économiques, mais si elle a le même objectif que le gouvernement, l'absence de coordination n'a pas d'importance, puisque toutes les

politiques économiques sont choisies pour atteindre le même objectif. Qu'appelle-t-on objectif social ? Il s'agit de l'objectif économique des citoyens, des résidents du pays. On peut imaginer qu'il inclut le plein emploi, une croissance potentielle forte, une faible inflation, un déficit public et une pression fiscale supportables, des services publics efficaces...

L'objectif de stabilité des prix d'une banque centrale indépendante ne correspond donc certainement pas à l'objectif social. Mais l'objectif social n'est pas forcément celui du gouvernement : les politiciens ont un horizon court, veulent être réélus... C'est un argument souvent utilisé, surtout par la BCE : il serait trop dangereux de mettre la politique monétaire dans les mains des hommes politiques en raison de leurs biais de comportement.

On peut alors imaginer deux solutions :

Soit les gouvernements ont un objectif de politique économique voisin de l'objectif social ; que la banque centrale ait alors un objectif différent de l'objectif social génère une inefficacité économique, des coûts. La politique monétaire va chercher uniquement à stabiliser les prix, alors qu'elle devrait contribuer, avec les autres politiques, à réaliser l'objectif social. Il s'agit donc d'un coût d'absence de coordination entre les politiques. Quels types d'inefficacités peuvent apparaître ? Si par exemple la banque centrale a un objectif d'inflation faible, elle mène une politique monétaire restrictive ; ceci réduit l'emploi et conduit les autres politiques (budgétaire...) à devenir expansionnistes. On aboutit finalement à un

équilibre avec une politique monétaire trop restrictive, et des déficits publics trop importants, ce qui est inefficace.

La seconde situation est celle où l'objectif de politique économique des gouvernements diffère de l'objectif social par une trop grande « insouciance » vis-à-vis de l'inflation. Spontanément, les gouvernements mèneraient un ensemble de politiques économiques trop stimulantes, aboutissant à une inflation trop élevée, à une perte de compétitivité. Il est alors raisonnable de donner à la banque centrale l'objectif de corriger ce biais de comportement des gouvernements.

La situation qui justifie l'organisation institutionnelle actuelle correspond à ce second cas.

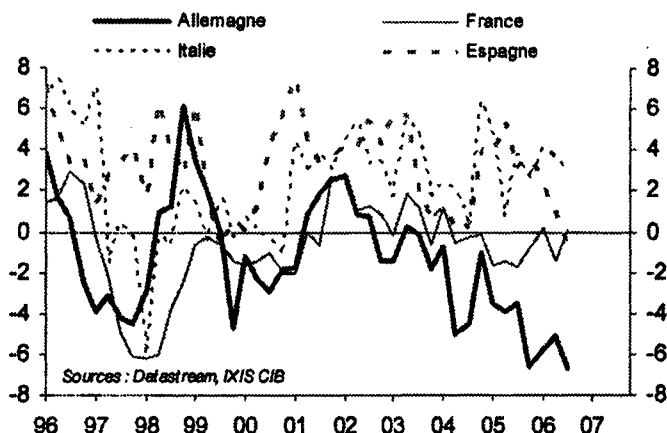
Regardons d'abord le cas des pays de la zone euro. Avant l'euro, les pays européens se livraient une « guerre des taux de change » : chaque pays dévaluait de manière non coopérative pour essayer d'améliorer sa situation économique en gagnant des parts de marché par rapport aux autres pays. Les autres pays faisaient de même, personne ne gagnait finalement de parts de marché, mais tous les pays menaient une politique monétaire trop expansionniste, en essayant d'obtenir une dévaluation et en finissant avec un excès d'inflation. La création de l'euro, et c'est un de ses grands mérites, a fait évidemment disparaître la possibilité de cette « guerre des taux de change ».

Néanmoins, il existe des comportements « déviants ». Ainsi l'Allemagne pratique une concurrence par les coûts de production, à la fois venant du secteur privé (compression massive des coûts salariaux) et du secteur public

Tableau 1

CONCURRENCE PAR LES COÛTS EN ALLEMAGNE

La stratégie allemande vise à compenser les pertes vis-à-vis des pays émergents par des gains de parts de marché vis-à-vis des autres pays de la zone euro. Si les autres pays de la zone euro répliquaient par la même politique de compression des coûts, il y aurait un effondrement global des salaires dans la zone euro.



(transfert des charges sociales vers la TVA, vers la taxation de la consommation). L'objectif est de gagner des parts de marché (voir tableau 1). Il s'agit évidemment d'une politique non coopérative mais qui, à la différence de la guerre des changes auparavant, génère un biais

désinflationnniste (même déflationnniste). La concurrence par les coûts, à la différence de la concurrence par les taux de change, risque d'aboutir à une inflation trop faible (à la déflation) et non à une inflation excessive.

D'autre part, de nombreux pays (Allemagne, France, Italie, Portugal, Grèce...) ont connu une dérive des déficits publics. Elle vise à compenser les effets négatifs de la concurrence des émergents, des pertes de parts de marché, des délocalisations. Ces déficits publics entraînent une perte de solvabilité des budgets des pays concernés, via une remontée des taux d'endettement public (ratio de la dette publique au Produit intérieur brut). Cette évolution est dangereuse sous plusieurs aspects. Elle peut faire remonter les taux d'intérêt de la zone euro si les marchés financiers sont inquiets à propos de nombreux pays de la zone. Elle peut faire chuter la demande intérieure privée. Si la dette publique croît, les agents économiques privés pensent qu'il sera nécessaire d'accroître la pression fiscale dans le futur, donc réduisent leurs dépenses dès aujourd'hui.

Ces observations nous paraissent importantes. Dans les années 1980, la création de banques centrales indépendantes avec l'objectif de stabilité des prix résultait de la volonté de lutter contre les biais inflationnistes des gouvernements. Si aujourd'hui les gouvernements ont des biais désinflationnistes et des biais de comportement conduisant à des déficits publics excessifs, les banques centrales telles qu'elles sont conçues ne sont plus adaptées. Il faudrait au contraire inventer des institutions qui

évitent la concurrence stérile par les coûts de production et les déficits publics excessifs.

Regardons le cas des Etats-Unis ; la Réserve Fédérale indépendante y corrige-t-elle encore des biais évidents de comportement du gouvernement américain ? C'était certainement le cas à la fin des années 1970 et au début des années 1990. Lorsque Paul Volcker devient président de la Réserve Fédérale, il hérite d'une inflation très forte et doit mener une politique monétaire très restrictive (contrôle de l'offre de monnaie avec des taux d'intérêt très élevés, appréciation du dollar) pour faire redescendre l'inflation.

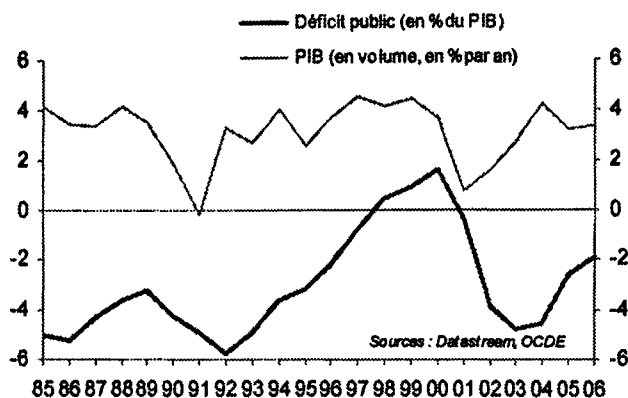
Aujourd'hui, la politique budgétaire des Etats-Unis montre parfois des déficits publics très importants (voir tableau 2), mais il s'agit en fait d'une politique très contracyclique, et les déficits se réduisent rapidement lorsque l'activité redémarre. On peut évidemment critiquer les déficits extérieurs des Etats-Unis mais on ne peut pas les attribuer à la politique budgétaire. Ils sont dus à une politique monétaire qui, ayant laissé monter (ou fait monter) les prix des actifs, a laissé persister une situation de taux d'épargne des ménages très faible (même négatif).

Au total, l'argument selon lequel les banques centrales indépendantes sont un rempart contre les biais de comportement inflationniste des gouvernements nous paraît être devenu très difficile à défendre.

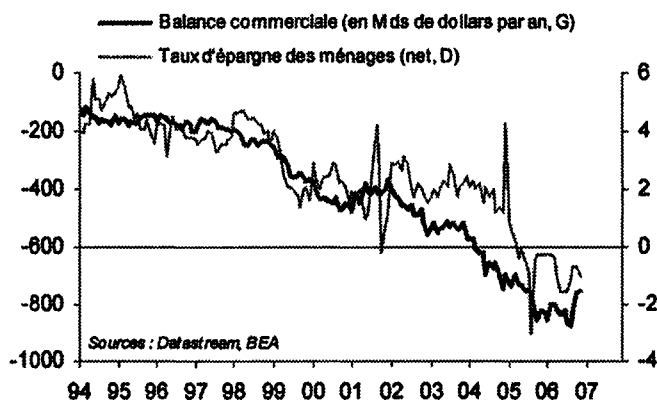
Tableau 2

LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE DES ETATS-UNIS

Etats-Unis : déficit public et PIB en volume



Etats-Unis : balance commerciale et taux d'épargne



*Comment mener les politiques monétaires
dans un environnement sans inflation ?*

Nous avons expliqué en détail les raisons à la fois structurelles et durables pour lesquelles l'inflation ne menace plus la zone euro. Cette situation contraint les banques centrales à revoir leur organisation institutionnelle et leurs objectifs. Il est en effet anormal que les banques centrales montent parfois nettement leur taux d'intérêt parce qu'elles redoutent 0,1 ou 0,2 point d'inflation pendant quelques mois (voir tableau 3).

Dans ces conditions, il importe de définir un autre objectif final de la politique monétaire et que celui-ci offre une variabilité supérieure à celle de l'inflation. De ce point de vue, il convient de se méfier de la présentation habituelle de la politique américaine, réduite à une alternative simpliste : quand l'inflation menace, la Réserve Fédérale s'occupe exclusivement de la lutte contre l'inflation ; quand l'inflation ne menace plus, la Réserve Fédérale ne s'occupe que de stimuler la croissance. Mais cette description ne peut pas être correcte. Si une banque centrale a la croissance comme seul objectif, elle va fixer les taux d'intérêt au niveau le plus bas possible sans limite. Il faut, en l'absence d'inflation, un autre objectif final que la croissance, qui puisse rentrer en conflit avec l'objectif de croissance, avoir une importance économique, et conduire au choix d'un taux d'intérêt optimal qui ne soit pas seulement le plus bas

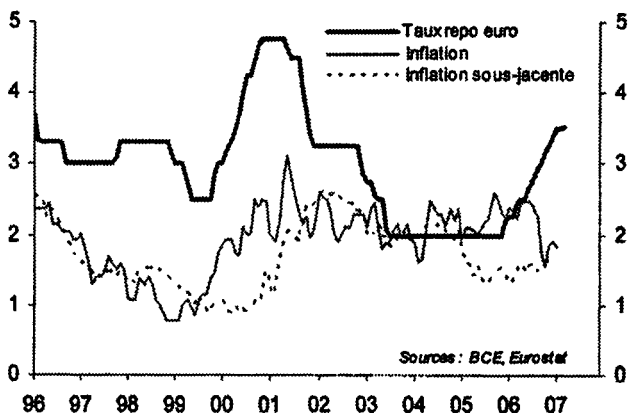
possible. A quoi peut-on penser ? D'une part au taux de change, d'autre part au prix des actifs et au crédit.

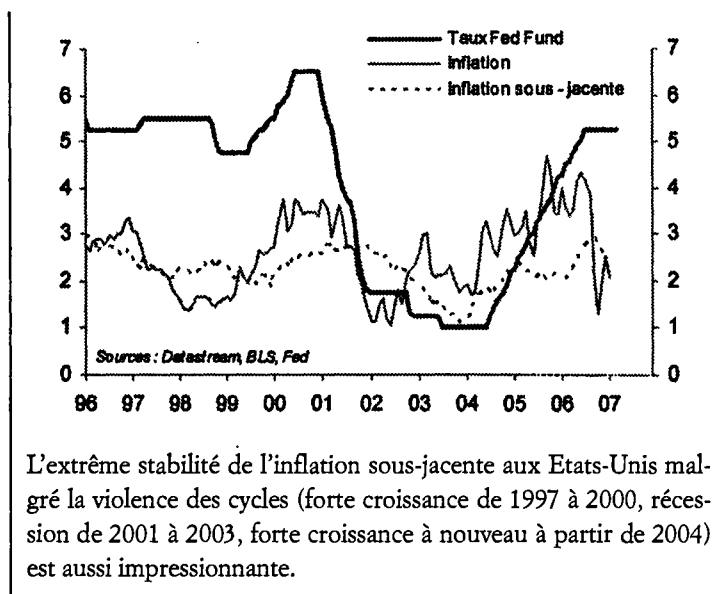
Le contrôle du taux de change peut avoir deux objets : éviter la variabilité de l'inflation et des termes de l'échange, due à celle des prix des importations ; permettre une évolution contracyclique, c'est-à-dire qui stabilise l'activité réelle, du taux de change. Si ces deux

Tableau 3

LA VARIABILITÉ DES TAUX D'INFLATION EST TROP FAIBLE
POUR GUIDER LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Dans la zone euro, de 1996 à la fin de 1998, l'inflation a diminué essentiellement avec la baisse des prix des matières premières, de 1999 à 2000 elle remonte avec la hausse des prix du pétrole, puis elle reste très stable. Cette faible variabilité de l'inflation implique que les réactions du taux directeur de la banque centrale sont disproportionnées par rapport à la variation de l'inflation.





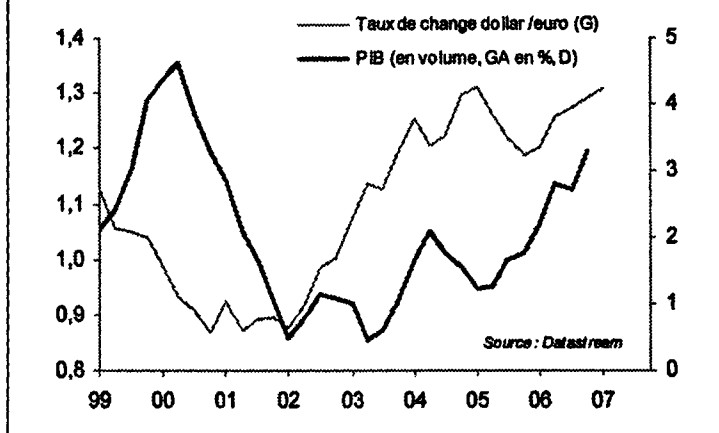
objectifs sont remplis, le contrôle du taux de change est évidemment stabilisant pour l'économie. Le tableau 4 montre que l'évolution des changes a été clairement procyclique et non contracyclique dans la zone euro.

En outre le contrôle des taux de change par les banques centrales peut présenter de graves inconvénients. En cas de choc commun aux différents pays (récessions, chocs sur les prix des matières premières...), les banques centrales sont tentées d'entrer dans une concurrence par les taux de change, pour affaiblir leurs devises et soutenir l'activité réelle. Par ailleurs, il peut être très difficile de contrôler les taux de change étant donné l'ampleur des flux de capitaux en jeu, sauf à réali-

Tableau 4

L'EURO PROCYCLIQUE

On voit le caractère clairement procyclique de l'évolution de l'euro depuis sa création : dépréciation forte en 1999-2000 alors que la croissance de la zone euro est forte ; appréciation forte en 2001-2004 alors que l'économie de la zone euro peine à repartir.



ser d'énormes interventions de change comme les pays d'Asie.

Si le taux de change ne peut pas être l'objectif concurrent du taux de croissance, il reste les prix d'actifs et le crédit. Nous avons déjà largement défendu plus haut l'idée de banques centrales stabilisant le crédit et certains prix d'actifs, en particulier les prix de l'immobilier. En l'absence d'inflation, on pourrait donc très bien imaginer pour les banques centrales un objectif mixte inflation/crédit – prix de l'immobilier.

*En quoi pourrait consister
la responsabilité des banques centrales ?*

Les relations entre indépendance, transparence et responsabilité des banques centrales sont complexes. La responsabilité (*accountability*) consiste en ce que la banque centrale rend compte de ses décisions, de sa performance auprès du gouvernement ou du Parlement et est pénalisée si sa performance est mauvaise. La pénalisation peut prendre diverses formes : remontrances publiques, changement des équipes dirigeantes, éventuellement pénalisation financière.

L'indépendance, on l'a déjà vu plus haut, peut porter sur les objectifs de la politique monétaire (par exemple : inflation inférieure à 2 %) ou sur les instruments de la politique monétaire (fixation des taux d'intérêt à court terme). Pour qu'il puisse y avoir responsabilité, il ne peut pas y avoir indépendance d'objectif : la banque centrale ne peut pas être amenée à s'expliquer sur le respect ou le non-respect d'un objectif qu'elle a fixé elle-même. La responsabilité implique donc que l'objectif de la banque centrale soit défini en accord avec le gouvernement ou le Parlement, que le respect ultérieur de cet objectif soit alors examiné, et que la banque centrale dispose de l'indépendance sur les instruments (elle est libre de mettre en œuvre les politiques monétaires qu'elle juge les plus efficaces pour réaliser l'objectif fixé conjointement).

En outre, pour que cette organisation puisse être

appliquée, il faut qu'il y ait transparence : le gouvernement ou le Parlement doivent pouvoir comprendre pourquoi, par exemple, l'objectif de la banque centrale n'a pas été respecté : est-ce dû à un choc non anticipé, à une erreur de politique monétaire (choix du niveau des taux d'intérêt...) ?

On voit donc se dessiner l'organisation institutionnelle souhaitable et cohérente pour les banques centrales : elles sont indépendantes dans l'orientation des politiques monétaires, mais pas pour le choix des objectifs de la politique monétaire : elles sont transparentes et responsables.

Supposons que l'objectif donné à la banque centrale soit celui d'une inflation faible et peu variable mais sans que le coût à payer soit une forte variabilité de la croissance, de l'emploi ou des taux d'intérêt. Il s'agit d'un objectif, limité certes (il n'intègre aucune des variables suggérées plus haut : taux de change, crédit, prix de l'immobilier), mais raisonnable : une banque centrale efficace et crédible doit obtenir une inflation faible et stable sans déstabiliser la croissance et sans devoir utiliser de fortes variations des taux d'intérêt.

Quelles sont alors les performances des différents pays ?

Le tableau 5 montre que le seul pays qui fasse mieux que la zone euro en termes de variabilité du taux d'intérêt à court terme, de la croissance et de l'emploi, est le Royaume-Uni.

Tableau 5				
ÉCARTS TYPES EMPIRIQUES SUR 3 MOIS (VARIABILITÉ DES VARIABLES) DE 1999 À 2006				
	Taux à 3 mois	Croissance	Emploi	Inflation
Zone euro	0,95	1,16	0,86	0,45
Etats-Unis	1,97	1,43	1,30	0,77
Canada	1,33	1,43	1,30	0,81
Royaume-Uni	0,83	0,78	0,37	0,41
Suède	0,91	1,27	1,23	0,92

Avec l'objectif limité de stabilisation des prix sans déstabilisation de la croissance et des taux d'intérêt, la BCE est une banque centrale efficace, ce qui rend d'autant plus difficile à comprendre son rejet d'une vraie transparence et d'une vraie responsabilité.

Mais on peut avoir une définition plus large de la responsabilité que le seul fait de rendre des comptes sur le respect ou non de l'objectif. La responsabilité doit être étendue aux analyses de la banque centrale. En effet, une banque centrale doit pouvoir, non seulement montrer qu'elle réalise les objectifs qui lui ont été fixés, mais aussi qu'elle le fait avec une analyse correcte de la situation économique et des effets de la politique monétaire sur l'équilibre économique. Autrement dit, la banque centrale doit « maîtriser son sujet ». Sur ce point, la performance de la BCE est pour le moins douteuse. Le tableau 6 montre en effet qu'elle a systématiquement surestimé la croissance future, ce qui inquiète sur ses capacités d'analyse.

Tableau 6

PRÉVISIONS DE LA BCE

Projections	Croissance prévue		
	Pour	Prévisions	Réalisation
Décembre 2000	2000	3,4	3,9
	2001	3,1	1,9
	2002	3,0	1,0
Juin 2001	2001	2,5	1,9
	2002	2,6	1,0
Décembre 2001	2001	1,5	1,9
	2002	1,2	1,0
	2003	2,5	0,8
Juin 2002	2002	1,2	1,0
	2003	2,6	0,8
Décembre 2002	2002	0,8	1,0
	2003	1,6	0,8
	2004	2,4	1,8
Juin 2003	2003	0,7	0,8
	2004	1,6	1,8
Décembre 2003	2003	0,4	0,8
	2004	1,6	1,8
	2005	2,4	1,4
Juin 2004	2004	1,7	1,8
	2005	2,2	1,4
Septembre 2004	2004	1,9	1,8
	2005	2,3	1,4
Décembre 2004	2004	1,8	1,8
	2005	1,9	1,4
	2006	2,2	
Mars 2005	2005	1,6	1,4
	2006	2,1	
Juin 2005	2005	1,4	1,4
	2006	2,0	
Sept 2005	2005	1,3	1,4
	2006	1,8	
Décembre 2005	2005	1,4	1,4
	2006	1,9	
Mars 2006	2006	2,1	1,4
	2007	2,0	
Juin 2006	2006	2,1	1,4
	2007	1,8	

Source : BCE

CONCLUSION

Si rien ne change, quelles perspectives ?

Ce qui précède montre ce que seraient les caractéristiques d'une banque centrale idéale : elle aurait une multiplicité d'objectifs choisis avec le gouvernement et le Parlement ; elle serait transparente et responsable du respect de ses objectifs et de la qualité de ses analyses ; elle expliquerait comment elle prend en compte les évolutions contemporaines des économies : internationalisation des marchés des biens et des marchés financiers, mobilité internationale de la liquidité, innovations financières et dans la nature des crédits, rôle accru des effets de richesse... Mais il ne faut pas être trop optimiste : en réalité, les banques centrales vont pendant longtemps continuer à fonctionner comme aujourd'hui. Par exemple, il est impossible dans l'UE à 27 de modifier le statut de la BCE ou le traité de Maastricht.

De son côté, même si en théorie la Réserve Fédérale a une multiplicité d'objectifs (inflation, croissance, taux d'intérêt bas), en réalité elle considère qu'il lui suffit de stabiliser les prix pour réaliser les autres objectifs.

Les risques encourus sont différents selon les régions.

Dans la zone euro on peut s'interroger sur le risque à long terme de rejet et d'éclatement de l'euro ; aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, dans quelques pays de la zone euro, dans plusieurs pays émergents, pèse la menace d'une crise patrimoniale, du type de celle observée au Japon au début des années 1990.

Un risque d'éclatement de l'euro ?

Le fait que, à l'intérieur d'une union monétaire, il y ait des différences de croissance et d'inflation entre les régions n'a rien de choquant ou d'étonnant. Cela tient à ce que les régions sont spécialisées de manière diverses, et s'observe aussi aux Etats-Unis : on fabrique les voitures dans la région des Grands Lacs, l'électronique en Californie, la Floride est spécialisée dans le tourisme... De ce fait, en 2004, année de forte croissance pour l'ensemble du pays (plus de 4 %), on a observé des régions en croissance très faible (en Louisiane par exemple, 1,5 %) et d'autres en croissance très forte (7 à 8 % dans l'Arizona, le Nevada) ; des villes à inflation forte (Miami, Boston, Los Angeles, entre 4 et 5 %), et des villes à inflation faible (San Francisco, Seattle, autour de 1 %).

Cette hétérogénéité, liée à la nature des industries dominantes dans chaque Etat, se retrouve aussi dans la zone euro. L'Allemagne reste un pays à base industrielle, l'Espagne se spécialise dans les services aux particuliers, la construction, le tourisme ; l'Italie et la France sont

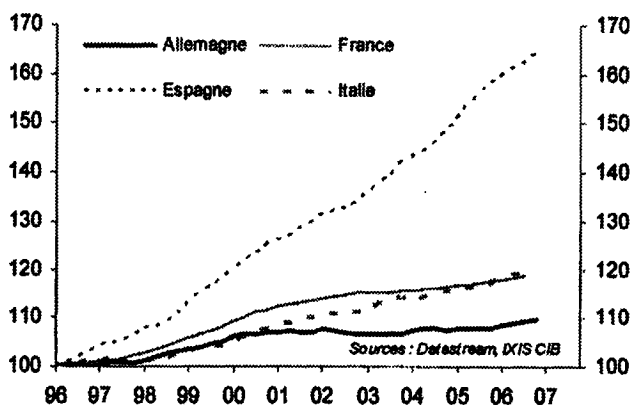
dans une position intermédiaire. Il en résulte des évolutions extrêmement différentes des coûts de production, de la productivité, de l'emploi de service, de la demande intérieure, du commerce extérieur, de l'inflation. De 1996 à 2006, la demande intérieure (en volume) a progressé de 50 % en Espagne, de 10 % seulement en Allemagne ; en 2006, l'inflation est de 2 % en Allemagne, supérieure à 4 % en Espagne (voir tableau 1).

Tableau 1

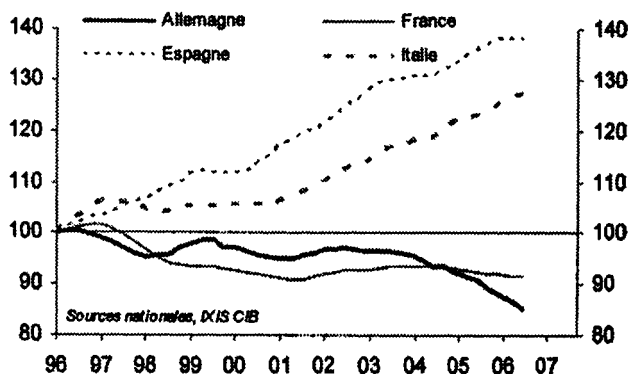
HÉTÉROGÉNÉITÉ FORTE DE LA ZONE EURO

Les différences de stratégies ont bien les effets attendus sur les économies : divergences impressionnantes de l'emploi de services (graphique 1), des coûts de production de l'industrie (graphique 2), de la demande intérieure (graphique 3), du commerce extérieur (graphique 4), de l'inflation (graphique 5).

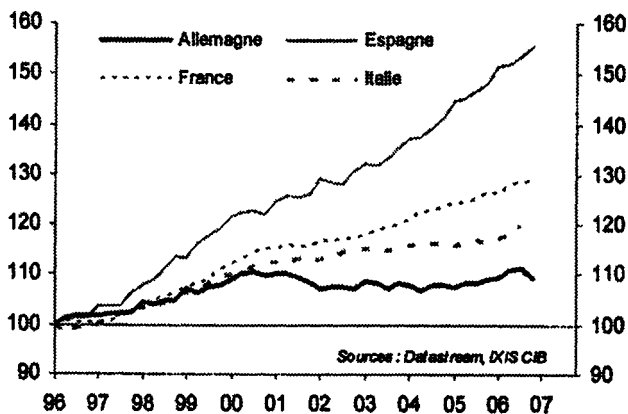
Graphique 1
Emploi non industriel (base 100 en 1996)



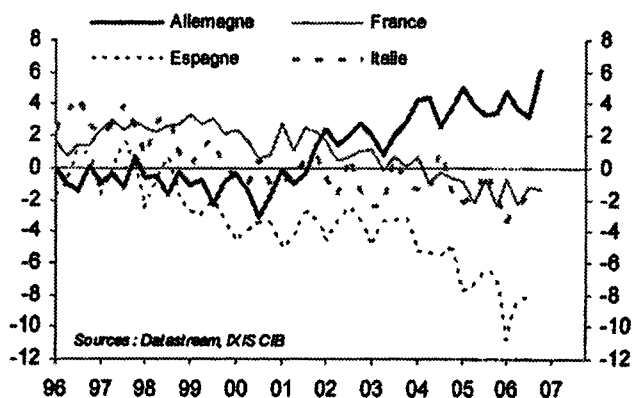
Graphique 2
Coût salarial unitaire du secteur manufacturier
(base 100 en 1996)



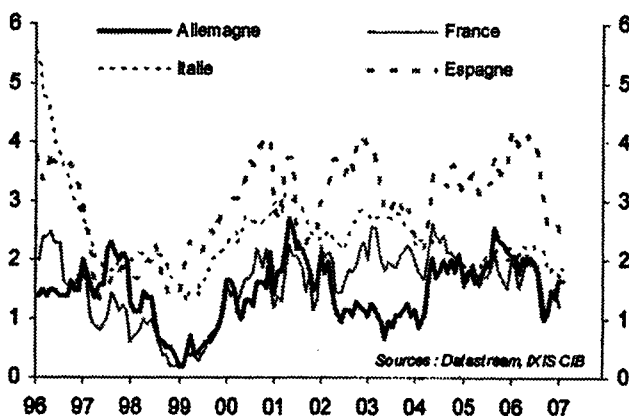
Graphique 3
Demande intérieure (volume, base 100 en 1996)



Graphique 4
Balance courante (% du PIB)



Graphique 5
Inflation (CPI, GA en %)



La gravité de la situation de la zone euro ne vient donc pas de la dispersion de la croissance ou de l'inflation, mais d'autres facteurs. Rappelons l'hétérogénéité des effets de la politique monétaire sur les différents pays, des canaux de transmission de la politique monétaire, due, on l'a déjà vu, surtout à la nature très différente du financement des achats de logements par les ménages. Mais comptent avant tout deux caractéristiques de la zone euro qui font qu'il ne s'agit pas d'une « vraie » union monétaire et qui rendent l'hétérogénéité économique grave.

D'abord, l'absence de ce qu'on appelle le « fédéralisme fiscal », c'est-à-dire d'impôts, de cotisations sociales, de dépenses publiques, de transferts sociaux reçus ou dépensés au niveau fédéral. Aux Etats-Unis, les impôts (au sens large) fédéraux représentent 67 % de l'ensemble des impôts (les autres étant des impôts locaux, au niveau des villes, des Etats). Ce degré élevé de fédéralisme fiscal implique que les chocs spécifiques aux régions sont corrigés : si une région des Etats-Unis a sa croissance qui ralentit, elle paiera moins d'impôts et recevra davantage de transferts publics, ce qui est évidemment stabilisant. Cela vient de ce que les impôts sont perçus sur une base fédérale et les transferts publics versés sur une base fédérale. Rien de tel ne peut se produire en Europe. Le budget de l'Union européenne est à peine supérieur à 1 point du PIB de l'Union et ne comporte aucune composante contracyclique puisqu'il consiste essentiellement en dépenses liées à la Politique agricole commune et en « fonds structurels » (aide au développe-

ment, aides régionales, aides aux pays de l'élargissement). Aucun transfert public ne circule d'un pays de la zone euro à l'autre qui aiderait à amortir les chocs spécifiques. Si un pays est en difficulté, ses recettes fiscales baissent, ses besoins de transferts publics augmentent, et il n'y a aucune solidarité avec les autres pays.

La seconde particularité de la zone euro est la très faible mobilité du travail. Aux Etats-Unis, les migrations sont très importantes des Etats où la croissance est faible, le chômage est élevé, vers ceux qui sont dans la situation opposée. De 1995 à 2000, la population a crû de 15 % dans le Nevada, 7 % dans l'Arizona, 5 % dans la Georgie, la Caroline du Nord, la Floride... ; a baissé de 8 % à Washington (DC), 5 % dans l'Etat de New York, 4 % dans le Dakota du Nord, 3 % dans l'Illinois...

A nouveau, rien de tel dans la zone euro (ou plus globalement dans l'Union européenne) : les migrations d'un pays à l'autre à l'intérieur de l'Union européenne représentent en moyenne 0,1 % de la population chaque année. Cela veut dire que, à la différence des Etats-Unis où les taux de chômage régionaux convergent rapidement grâce aux migrations, dans la zone euro les régions à chômage élevé conservent ce chômage élevé. Il voisine dans la zone euro des pays à taux de chômage de 4 % (Irlande, Pays-Bas) et de 9 % (Allemagne, France). Cela limite considérablement les possibilités de spécialisation productive dans la zone euro : les salariés d'une industrie ne se déplaceraient pas vers les pays de la zone euro qui se spécialiseraient dans cette industrie. Or, l'unification monétaire, qui fait disparaître le risque de change entre

les pays de la zone euro, a précisément comme objet essentiel une meilleure allocation du capital, donc la spécialisation productive des régions de la zone.

Cette situation pose des problèmes sérieux, en particulier à la politique monétaire. La politique monétaire de la zone euro est par définition commune à tous les pays et ne peut donc pas être adaptée aux situations spécifiques de chaque pays de la zone euro. Dans une « véritable » union monétaire, cela ne poserait pas de problème puisque les chocs spécifiques aux pays, dus par exemple à leur spécialisation productive particulière, seraient corrigés, d'une part par l'existence du fédéralisme fiscal (transferts publics automatiques vers les pays en situation économique moins bonne que les autres), d'autre part par les migrations de régions à chômage élevé vers les régions à chômage faible. Mais dans une « fausse » union monétaire, le fait que la politique monétaire commune ne soit pas adaptée aux situations des pays, pris individuellement, a des conséquences politiques – discussions entre les 27 –, psychologiques – défiance envers l'Europe – et économique.

En effet, la politique monétaire commune aggrave l'hétérogénéité, et ceci n'est donc compensé par aucun autre mécanisme. Un pays en croissance forte (comme l'Espagne) a une progression de son Produit intérieur brut en valeur supérieure aux taux d'intérêt communs de la zone euro : ceci est stimulant pour l'économie espagnole, déjà en croissance forte, puisqu'il est possible en Espagne d'emprunter à un taux d'intérêt inférieur à la croissance des revenus, ce qui est très attrayant.

A l'inverse, dans un pays en croissance faible (comme l'Allemagne), les taux d'intérêt communs sont supérieurs à la croissance en valeur, ce qui freine encore plus l'économie et accroît donc l'hétérogénéité des taux de croissance.

Ainsi, nous connaissons maintenant les ingrédients du problème. La BCE continuera à adhérer à une stratégie héritée des années 1980-1990, où elle se concentre sur le contrôle de l'inflation. Cela lui fera déclencher de grands mouvements des taux d'intérêt pour des variations très petites de l'inflation de la zone euro. Nous avons montré plus haut le caractère dépassé et inadapté au monde contemporain de cette stratégie, mais c'est celle de la BCE.

Par ailleurs, les pays de la zone euro ne manifestent entre eux aucune solidarité. Au contraire, on voit tous les jours apparaître des stratégies non coopératives : baisse très forte des coûts de production unitaires en Allemagne afin de gagner des parts de marché, vis-à-vis des concurrents de la zone euro. En 2007, la substitution en Allemagne de la TVA aux cotisations sociales, ce qui est équivalent à une dévaluation (la TVA taxe les produits importés et pas les produits exportés), fait réapparaître le spectre de la « guerre des taux de change ». A cela s'ajoutent l'impossibilité d'avoir des budgets européens communs dans les domaines importants (Recherche, Education, Energie...) comme le montrent les difficultés du système Galileo (satellites de positionnement), les menaces sur les programmes universitaires européens comme Erasmus et l'impossibilité

de coordonner ou d'harmoniser les régimes fiscaux ou sociaux.

Ces anomalies de fonctionnement peuvent-elles conduire à un éclatement de la zone euro ? On sait que les coûts pour un pays qui sortirait de la zone euro seraient gigantesques. Puisque l'industrie européenne se concentre, la France, l'Italie et surtout l'Espagne présentent des déficits extérieurs croissants (voir plus haut). L'Espagne a, en 2006, un déficit extérieur proche de 8 % de son Produit intérieur brut. Ce déficit ne pose aucun problème de financement à l'intérieur de la zone euro : il existe des flux de capitaux automatiques des régions excédentaires (Allemagne) vers les régions déficitaires ; ces régions ont la même monnaie, donc le capital circule entre elles librement. La situation serait différente si l'Espagne ne faisait plus partie de la zone euro : le risque de change réapparaissant, les autres pays ne voudraient plus lui prêter que des montants limités, et soit les taux d'intérêt espagnols monteraient énormément, soit le déficit commercial de l'Espagne devrait être réduit par un recul de la demande, donc par une récession.

La situation est similaire pour les déficits publics. Depuis la création de l'euro, les écarts entre les taux d'endettement publics et les déficits publics ont très peu d'effet sur les taux d'intérêt auxquels les différents pays (les différents Trésors) peuvent s'endetter ; cela n'était pas du tout le cas jusqu'en 1998. En 2006, la dette publique représente 125 % du Produit intérieur brut de l'Italie, 46 % de celui de l'Espagne. Pourtant l'Etat italien

ne paie que 25 points de base (0,25 %) de plus que l'Etat espagnol sur sa dette à long terme.

Le changement de régime avec la création de l'euro vient de ce que les marchés financiers croient à la « solidarité de fait » des emprunteurs publics en euro, ne croient pas qu'un de ces emprunteurs puisse faire défaut sur sa dette sans que les autres gouvernements et la BCE ne lui viennent en aide pour maintenir la qualité des dettes en euros vis-à-vis des investisseurs. Cela explique les très faibles écarts de taux d'intérêt entre les dettes publiques des pays de la zone euro – 0,4 % au maximum contre 6 à 7 % dix ans auparavant. Le changement vient aussi bien sûr de la disparition du risque de change entre les pays de la zone euro. La sortie de l'euro d'un pays ferait réapparaître des anticipations de variation des taux de change, redonnerait un rôle aux écarts de situation budgétaire. Il en résulterait une hausse forte des taux d'intérêt pour ce pays, évidemment dommageable pour la croissance. Enfin, les coûts informatiques, comptables, concrets, de la régénération d'une monnaie nationale seraient considérables.

Pourtant, certains pays pourraient être tentés. Prenons le cas de l'Italie ; les gains de productivité sont très faibles (0,86 % par an en moyenne), en raison de la médiocrité de l'effort de Recherche et Développement (1 % du PIB, contre 2,5 % en Allemagne, 3 % selon les objectifs décidés à Lisbonne), du développement de services peu productifs, des pertes de marché à l'exportation. Compte tenu du vieillissement démographique, la croissance potentielle de l'Italie est au mieux de 1 % par

an. Avec une croissance aussi faible, le déficit public s'accroît régulièrement. Sans mesure de réforme fiscale, le déficit public italien, supérieur à 4 % du PIB italien en 2006, est très difficile à corriger. Comme on l'a vu plus haut, l'Italie fait partie des pays où les taux d'intérêt de l'euro sont supérieurs à la croissance des revenus, ce qui déprime la demande. Enfin, les coûts de production ont beaucoup augmenté avec la faiblesse des gains de productivité.

On voit le piège qui se referme sur l'Italie : puisque d'autres pays de la zone euro ont une économie qui se redresse (Allemagne avec la forte croissance des exportations) ou qui devient inflattonniste (Espagne, où l'inflation dépasse 3 % par an avec le boom de l'économie, les fortes créations d'emplois), la BCE doit passer, compte tenu de ses objectifs, à une politique monétaire plus restrictive. Dans un environnement où il n'y a aucune solidarité entre pays, cette évolution est dramatique pour l'Italie : elle affaiblit encore la demande, elle accroît la charge d'intérêts sur la dette publique, elle rend impossible l'amélioration de la situation des finances publiques sans une compression des dépenses publiques (la Banque d'Italie réclame 2 points de PIB de réduction des dépenses) d'une ampleur telle qu'elle est rejetée par l'opinion.

Malgré les coûts gigantesques associés, l'Italie pourrait être tentée de déprécier sa devise, pour restaurer sans souffrance la compétitivité, accélérer de ce fait la croissance et rendre plus facile la correction budgétaire.

Vers la multiplication des crises « à la japonaise » ?

Les banques centrales ont été créées, dans leur configuration présente, pour éviter les crises économiques qui résultaient, dans le passé, de la correction des poussées d'inflation qu'elles avaient eu le tort de laisser apparaître. De ce point de vue, les politiques monétaires ont été un succès : l'inflation et la variabilité de l'inflation ont diminué, mais aussi la variabilité de la croissance et des taux d'intérêt.

Mais, si les banques centrales doivent protéger les agents économiques privés contre les risques de crise, elles devraient agir, aussi préventivement que contre l'inflation, pour éviter les autres évolutions qui peuvent déclencher des crises économiques :

- hausse excessive des prix des actifs, en particulier des actifs immobiliers ;
- hausse excessive des taux d'endettement, du côté des entreprises lorsque l'endettement est associé à l'achat d'actifs payés à des prix trop élevés ; du côté des ménages lorsqu'il est associé à une hausse excessive des prix de l'immobilier ou qu'il conduit à un risque de perte de solvabilité ;
- évolutions (déficits extérieurs, afflux de capitaux) qui peuvent conduire à des variations brutales dans le futur des taux de change.

Les chutes des prix de l'immobilier après des hausses fortes ont toujours déclenché des récessions, au début des années 1990 par exemple aux Etats-Unis, au

Royaume-Uni, dans les pays nordiques, au Japon. Depuis la fin des années 1990, les banques centrales (aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni) ont à nouveau laissé monter fortement l'endettement des ménages et les prix des maisons satisfaites afin que l'activité de construction puisse soutenir la croissance. Cela s'observe au Royaume-Uni (2001-2006), aux Etats-Unis (2001-2005), en France (2002-2006), en Espagne (1999-2006), en Italie (2002-2005), en Allemagne (2006). De 2003 à 2005, les crédits immobiliers aux ménages progressent de 20 % par an en Espagne et en Italie, 15 % par an en France et aux Etats-Unis, 13 % par an au Royaume-Uni.

Mais les premiers signes de « craquement » sont apparus à la fin de 2006 et au début de 2007 : recul des prix des maisons et chute de l'activité de construction aux Etats-Unis et en Italie ; léger repli de l'activité de construction en France ; ralentissement de la hausse du prix des maisons en France et en Espagne. Personne ne sait si, et où, surgira une nouvelle crise de l'immobilier après celle qui s'est déclenchée en 2007 aux Etats-Unis, mais les banques centrales ont certainement pris un risque.

Passons à l'endettement des entreprises. La nécessité devant laquelle les entreprises se sont trouvées de se désendetter a déjà plusieurs fois dans le passé provoqué des crises, des récessions. On peut donner les exemples du Japon, surtout dans la période 1997-2002 ; celui des Etats-Unis au début des années 2000. Dans tous les cas, il y a recul du crédit aux entreprises et de l'investisse-

ment productif. Le taux d'endettement des entreprises japonaises atteint 155 % du Produit intérieur brut en 1990, il n'est plus que de 92 % du PIB en 2006 ; celui des entreprises américaines atteint 47 % du PIB au début de 2001, il recule jusqu'à 41 % du PIB en 2005. Ce désendettement se fait par le recul de l'investissement, de l'emploi, la compression des salaires. Au Japon comme aux Etats-Unis, le besoin brutal de désendettement des entreprises vient de pertes patrimoniales (immobilier), ou de la crise des sociétés de nouvelles technologies en 2001 aux Etats-Unis. La perte de valeur de l'actif des entreprises déclenche le besoin de réduire le niveau du passif.

Du côté des ménages, l'endettement est essentiellement lié aux achats immobiliers des ménages et à la hausse des prix de l'immobilier déjà analysée plus haut. Le taux d'endettement des ménages est devenu très élevé aux Etats-Unis (140 % du revenu annuel), au Royaume-Uni (160 % du revenu), aux Pays-Bas (200 % du revenu), en Espagne (130 % du revenu). La solvabilité des ménages, lorsqu'on regarde les intérêts sur la dette, les taux de défaut, est entamée au moins aux Etats-Unis – où le nombre des emprunteurs en « subprime » défaillants est passé de 10 à 14 % entre janvier 2005 et août 2007 – et au Royaume-Uni. Dans ce dernier pays, on l'a déjà évoqué plus haut, le taux de défaut des ménages sur leur dette immobilière a triplé de 2004 à 2006. Aux Etats-Unis, il pourrait encore monter sur le compartiment « subprime » des crédits aux ménages à revenu faible. Pour l'instant, les intérêts payés sur la

dette restent faibles en France et en Italie, les taux de défaut en France et en Espagne. Mais un risque a certainement été pris par les banques centrales en ce qui concerne la solvabilité des ménages.

Finissons par les crises liées aux dépréciations brutales du taux de change. Les expériences du passé montrent que les dépréciations rapides du change génèrent aussi des récessions. Cela s'est vu lors des crises du SME (Système monétaire européen) au début des années 1990, particulièrement en Espagne et en Italie, dans les pays émergents lors de la crise de 1997-1998 (en Thaïlande, en Corée et au Brésil). Le recul de l'activité vient de la perte de revenu réel due à la hausse des prix des importations liée à la dépréciation du change (c'est-à-dire à la dégradation des termes de l'échange). Au début de 1993, la croissance en Espagne est de - 3 % sur un an, de - 1,5 % en Italie ; en 1998 elle est de - 8 % sur un an en Corée, de - 2 % au Brésil.

Quels sont les risques de ce type qui apparaissent aujourd'hui ?

- Le déficit extérieur des Etats-Unis, qui provient de la baisse de l'épargne des ménages américains, fait courir un risque de chute du dollar si l'accumulation d'actifs en dollars par les banques centrales cessait, ce qui n'est heureusement pas le cas. Jusqu'en 2006 encore les réserves de change de l'ensemble des banques centrales ont augmenté de 700 milliards de dollars et ce chiffre devrait dépasser les 1 000 milliards en 2007.

- Dans certains pays émergents, les banques centrales ont mené des politiques monétaires assez restrictives

pour lutter contre l'inflation ou la croissance du crédit. Il en a résulté des entrées importantes de capitaux, d'où forte liquidité, hausse des prix des actifs, appréciation du change.

Nous avons évoqué plus haut les dangers de l'*inflation targeting* dans les pays émergents. Le risque associé à cette dynamique est clair : les non-résidents peuvent s'inquiéter des niveaux de valorisation des actifs et de taux de change, retirer leurs capitaux, et provoquer ainsi une dépréciation brutale du taux de change. La responsabilité des banques centrales est alors évidemment engagée : c'est parce qu'elles se sont concentrées sur le contrôle de l'inflation qu'elles ont laissé s'apprécier le taux de change (et les prix des actifs) et que le risque de dépréciation est apparu.

Nous pensons que les banques centrales devraient aujourd'hui avoir un mandat plus large, celui de protéger les agents économiques privés contre les risques financiers majeurs. Or, elles n'ont pas joué ce rôle puisque les banques centrales ont laissé se développer : un risque de crise immobilière (comme on l'a vu aux Etats-Unis dans la période récente) ; un risque de crise d'endettement (comme on l'a vu aux Etats-Unis au début des années 2000 pour la dette des entreprises, comme on le voit aujourd'hui au Royaume-Uni pour la dette des ménages) ; un risque de crise de change (aux Etats-Unis, dans quelques pays émergents) ; un risque, à long terme, d'écèlement de l'euro.

Peut-il y avoir conflit d'objectif entre la stabilité des prix et la protection contre ce type de risque ? Si la

banque centrale empêche une croissance excessive des prix de l'immobilier et de l'endettement des ménages, elle ne prend évidemment pas de risque avec l'inflation. Si elle évite l'apparition d'un déficit extérieur excessif, il en est de même.

Le conflit d'objectif apparaît pour les pays émergents où la politique monétaire restrictive à la fois lutte contre une inflation jugée trop forte et génère une surévaluation du change. La situation des banques centrales de ces pays (on a vu plus haut les cas de la Corée et du Brésil) est donc effectivement difficile. Par contre, on ne comprend pas pourquoi la Réserve Fédérale, la BCE et la Banque d'Angleterre laissent apparaître un risque de crise, ou alors réagissent tardivement, au moment où ce risque est déjà présent.

Imaginons quelques exemples de crises financières qui pourraient survenir si le contrôle de la liquidité mondiale n'était pas repris.

L'explosion du système bancaire espagnol

La croissance très forte de l'économie espagnole est, on le sait, due essentiellement au dynamisme du secteur de la construction. L'emploi dans la construction représente en 2007 14 % de l'emploi total en Espagne, et il a été multiplié par 2,3 depuis 2001.

Parallèlement, la partie « sophistiquée » de l'économie espagnole s'est continûment contractée : les dépenses de Recherche et Développement représentent 1,1 % du

Produit intérieur brut ; il y a 18 chercheurs en entreprise en Espagne pour 10 000 emplois, contre 43 en France ; 41 % des jeunes Espagnols sont peu qualifiés, contre 21 % des Français, 15 % des Allemands.

L'activité de construction résidentielle en Espagne est essentiellement tirée par l'endettement des ménages. Si le nombre de mises en chantier est passé de 250 000 par an au milieu des années 1990 à 700 000 par an aujourd'hui, c'est en raison de la croissance vertigineuse de l'endettement hypothécaire des ménages espagnols, ce qui permet à 88 % d'entre eux d'être propriétaires de leur logement (62 % en France, 56 % en Allemagne, 71 % au Royaume-Uni). La quasi-totalité des crédits immobiliers en Espagne est faite à taux variable, et ce sont donc les taux d'intérêt à court terme qui importent. Avec des taux d'intérêt à 3 mois aux environs de 4 %, comme à la mi-2007, les paiements d'intérêt des ménages espagnols ne représentent que 5,2 % de leur revenu, contre 4,8 % en 1996 où la dette était plus faible mais où les taux d'intérêt étaient beaucoup plus bas avant l'entrée dans l'euro.

Supposons qu'un choc inflationniste non anticipé survienne : crise géopolitique affectant la production du pétrole, hausse forte des prix des matières premières entraînée par la croissance chinoise. Sachant que les crédits immobiliers sont consentis en Espagne à 30 ou 50 ans, peu importe que ce choc ait lieu dans très long-temps. Faisons un calcul illustratif ; les crédits hypothécaires aux ménages espagnols continuent de croître de 20 % par an, la dette des ménages de 10 points du

revenu par an. Dans cinq ans, la dette des ménages espagnols représenterait 180 % de leur revenu annuel ; un choc inflationniste poussant les taux d'intérêt à court terme de la zone euro à seulement 6 % ferait alors monter les intérêts sur la dette à plus de 11 % du revenu global ; les emprunteurs du début des années 2000 verraient le service de leur dette monter à 80 % de leur revenu ! Sans ambiguïté, il y aurait une crise financière et bancaire majeure, avec explosion du nombre de défauts.

La question est donc : était-il raisonnable de laisser tant monter la dette des ménages alors qu'elle est à taux variable, donc sensible aux variations ultérieures (à la date de l'emprunt) des taux d'intérêt ? Si malgré tout la crise se produit, la question devient celle qui a été évoquée plus haut : la BCE saurait-elle réagir à temps à une crise bancaire de liquidité en Espagne ?

Crise boursière dans les pays émergents

L'abondance de liquidité depuis 2002-2003 s'est d'abord portée sur une grande variété de financements et d'achats d'actifs : financement des achats d'immobilier par les ménages (voir ci-dessus le cas espagnol) ; financement d'achats d'obligations publiques et privées, en particulier financement des déficits publics ; achats d'actions, financement d'acquisitions d'entreprises, levier d'endettement des fonds d'investissement...

Progressivement, les usages de la liquidité se sont res-

treints. La hausse très forte des prix des maisons a freiné la demande de crédit immobilier ; les déficits publics ont été réduits par les gouvernements ; les investisseurs hésitent à acheter des obligations d'entreprise en raison du faible niveau des *spreads de crédit* (écarts des taux d'intérêt entre ceux sur la dette des entreprises et ceux sur la dette de l'Etat). La liquidité mondiale croissant toujours rapidement, pour les raisons vues plus haut (accumulation rapide de réserves de change par les banques centrales), elle se concentre sur un nombre plus réduit d'usages. Cette évolution se renforce après la crise de l'immobilier américain à l'été 2007.

De plus en plus, elle se reporte vers les bourses des pays émergents ; il s'agit d'investissements en actions faits dans certains cas par les épargnants du pays (Chine, Russie) qui essaient de transformer en actions les liquidités excessives qu'ils détiennent ; dans d'autres cas par des investisseurs étrangers à la recherche de rendements élevés dans un monde où l'excès de liquidité a fait baisser ceux de beaucoup d'actifs. Le résultat de la concentration de la liquidité sur les bourses des pays émergents est spectaculaire : de janvier 2006 à juin 2007, l'ensemble des bourses émergentes a vu son cours doubler ; l'indice boursier sur cette période, a été multiplié par 4 au Vietnam et par 6 en Chine (à Shanghai).

Les risques sont assez clairs : prenons le cas de la Chine. La capitalisation boursière (la valeur des actions) rapportée au Produit intérieur brut était de 20 % en moyenne en 2005, de 60 % à la fin de 2006, de 130 % à l'été 2007. Le potentiel de poursuite de la hausse des

cours boursiers en Chine est évident : les ménages chinois détiennent encore 4 880 milliards de dollars d'actifs liquides dont ils peuvent transformer une bonne quantité en actions. La hausse de la bourse n'a plus aucun rapport avec la croissance de l'économie chinoise (12 % par an) ou celle des profits des entreprises cotées (20 % par an). Il s'agit d'une pure bulle, tirée par la liquidité, et on sait que les bulles finissent par éclater.

Le risque alors vient des effets de la perte de richesse : insolvabilité de ceux qui s'étaient endettés pour acheter des actions ; chute de la demande intérieure de biens et de services avec l'appauvrissement patrimonial, donc risque de crise bancaire, d'arrêt du financement des investissements productifs.

Il est inévitable que, si la collectivité des banques centrales laisse la liquidité croître indéfiniment, des bulles sur les prix des actifs surviennent, puis éclatent. Mais, on l'a aussi vu plus haut, le contrôle de la liquidité mondiale ne peut pas se faire par chacune des banques centrales. La BCE ou la Réserve Fédérale ne peuvent rien aux effets sur la liquidité de l'accumulation de réserves de change en Asie. Le renouveau des banques centrales passe donc par la coopération monétaire internationale.

C'est pourquoi nous plaçons pour un retour à ce qui avait motivé, on l'a rappelé dans l'introduction, l'apparition des banques centrales : la surveillance d'une création monétaire adaptée aux besoins de l'économie ; la promptitude à réagir aux crises bancaires. « Mettre de l'huile dans les rouages » de l'économie et éviter les crises financières, tel était le rôle des banques centrales.

Nous ne défendons pas l'idée qu'il faut faire disparaître les banques centrales, mais plutôt qu'il faut revenir aux origines. Plutôt que de s'attacher au contrôle de l'inflation, alors que la globalisation a largement fait disparaître le risque inflationniste, il faudrait que les banques centrales se posent des questions qui sont assez voisines de celle du XIX^e siècle : quelle est la bonne quantité de liquidité ? où sont les risques (dans les banques, les marchés financiers) ? comment réagir à temps aux crises ? Mais le renouveau des banques centrales ne peut pas se faire de manière efficace sans celui de la coopération monétaire internationale, dans un monde globalisé où la liquidité, les financements, les biens circulent librement.

Glossaire

INTRODUCTION

Inflation targeting (ciblage d'inflation) : comportement de la banque centrale qui cherche à contrôler l'inflation future telle qu'elle le prévoit elle-même.

Crédit hypothécaire : crédit immobilier où le prêteur (la banque) devient propriétaire du bien acheté en cas de défaut de l'emprunteur.

CHAPITRE 1

Courbe de Phillips : possibilité d'arbitrer à court terme entre inflation et croissance (emploi) ; à court terme, des politiques de stimulation de la demande (budgétaires, monétaires) soutiennent l'activité économique au prix d'un surcroît d'inflation.

Objectif final : l'objectif fondamental de la politique monétaire, en général le maintien d'une inflation faible ; les banques qui se concentrent sur le maintien d'une inflation faible font du « ciblage d'inflation » (*inflation targeting*).

Objectif intermédiaire : un signe avant-coureur (indicateur avancé) de l'objectif final auquel la banque centrale réagit ; par exemple, dans le cas d'un objectif final d'inflation, on peut utiliser un objectif intermédiaire de croissance de la masse monétaire ou du crédit.

Règle monétaire : formule explicite qui relie les décisions de la banque centrale à un certain nombre de variables économiques ; par exemple, dans le cas de la célèbre « règle de Taylor », à l'inflation et au taux d'utilisation des capacités.

Crédibilité : le fait que les agents économiques privés croient que la banque centrale ne laissera jamais réapparaître l'inflation, ce qui fait disparaître les anticipations d'inflation.

Indépendance de la banque centrale : son absence de lien avec le pouvoir politique, le gouvernement, les administrations, lui permettent de choisir sans interférence la politique monétaire et même les objectifs de la politique monétaire.

M3 : la masse monétaire au sens large, c'est-à-dire l'ensemble des liquidités détenues par les agents économiques non financiers : billets, dépôts bancaires, comptes d'épargne, fonds (Sicav) monétaires...

Choix de portefeuille : choix d'investissement entre les différents actifs disponibles (monnaie, actions, obligations, immobilier...) des épargnants.

Taux directeurs des banques centrales : taux d'intérêt à court terme que les banques centrales contrôlent par leurs opérations (achats ou ventes d'actifs contre liquidités) sur les marchés financiers.

CHAPITRE 2

Productivité : la productivité du travail est la quantité de biens et services fabriqués par chaque salarié (productivité par tête), ou par heure de travail d'un salarié (productivité horaire). On distingue la productivité « apparente » (production par tête) et la productivité marginale (hausse de la production rendue possible par une faible hausse de l'emploi).

Coût salarial unitaire : coût du travail par unité de biens produite ; le coût salarial unitaire est égal au rapport entre le salaire par tête et la productivité par tête.

Produit intérieur brut (PIB) : c'est la valeur ajoutée générée dans un pays, la valeur ajoutée étant l'écart entre la production et les consommations intermédiaires (*inputs*) nécessaires (d'énergie, des biens intermédiaires).

Taux d'utilisation des capacités : fraction des capacités de production existantes (en utilisant tout le capital en place et tout le travail nécessaire) qui est effectivement utilisée pour produire.

Demande intérieure : ensemble de la demande exprimée par les agents économiques intérieurs (consommation des ménages, investissement des entreprises, investissement logement, dépenses publiques).

Externalisation (*outsourcing*) : transfert d'une partie de la production (pièces, composants) à des sous-traitants, par exemple dans les pays émergents.

Globalisation : ouverture des échanges de biens, de capital, de technologie entre tous les pays.

Inflation sous-jacente : inflation hors effets des variations des prix de l'alimentation et de l'énergie.

Prix relatif : prix d'un bien par rapport à un autre ; les prix relatifs varient en fonction de l'offre et de la demande des divers biens, de leurs techniques de production.

Salaire réel : salaire corrigé des effets de l'inflation, c'est-à-dire pouvoir d'achat des salaires.

Effet Balassa-Samuelson : mécanisme qui explique la hausse du prix relatif des services, par rapport aux produits industriels, par le fait que les gains de productivité sont plus faibles dans les services que dans l'industrie.

Contagion salariale : une divergence durable étant impossible, il y a évolution parallèle des salaires dans tous les secteurs.

Taux d'intérêt réel : taux d'intérêt effectif (nominal) d'où on déduit l'inflation anticipée ; à long terme, le taux d'intérêt réel doit être égal à la productivité marginale du capital, c'est-à-dire au taux de croissance tendanciel.

Obligation indexée : obligation qui paie un coupon équivalent à un taux d'intérêt réel et dont le capital est indexé sur l'inflation, ce qui protège ses détenteurs contre le risque d'inflation. Le prix des obligations indexées comparé à celui des obligations « normales » (nominales) permet de révéler l'inflation anticipée par les marchés financiers.

Liquidité mondiale : monnaie créée par l'ensemble des banques centrales, en croissance de 10 à 15 % par an depuis 2002.

CHAPITRE 3

Production potentielle : production réalisable avec la totalité du capital productif en place, en utilisant la main-d'œuvre nécessaire.

Croissance potentielle : croissance réalisable à long terme compte tenu de l'évolution de la productivité et de la population active.

Taux d'activité : proportion de la population en âge de travailler qui se présente sur le marché du travail.

Prix des actifs : valeur de marché des actifs financiers (actions, obligations...) ou des actifs immobiliers.

Politiques de réforme structurelle : politiques économiques qui modifient la réglementation (des marchés des biens, du marché du travail), la concurrence, la fiscalité, l'organisation de l'Etat, les systèmes de protection sociale, de retraites, et dont l'objectif est normalement d'accroître la croissance potentielle.

Impôts indirects : taxation de la dépense, de la consommation (comme la TVA).

Déficit public : déficit du budget des administrations publiques.

Coordination des politiques économiques : choix conjoint de plusieurs types de politiques économiques (budgétaire, monétaire...) tenant compte de leurs effets croisés.

Canal de transmission de la politique monétaire : mécanisme par lequel la politique monétaire a un effet sur l'équilibre économique. Par exemple : variation des taux d'intérêt des crédits bancaires.

Demande de crédit : crédit demandé par les emprunteurs auprès des banques.

Crédits à taux variable : crédits dont le taux d'intérêt varie dans le temps avec les taux d'intérêt de marché.

Crédits à taux fixe : crédits dont le taux d'intérêt ne varie pas avec la durée du crédit.

Crédits hypothécaires : crédits immobiliers avec le bien immobilier pris comme garantie par la banque (en anglais *mortgage*).

Transparence de la banque centrale : comportement d'une banque centrale qui communique aux autres agents économiques toute l'inflation dont elle dispose sur ses objectifs, sa compréhension des nécessités économiques, ses prévisions, ses actions futures.

« Ancrage » des anticipations d'inflation : fixation des anticipations d'inflation des agents économiques privés à un niveau bas, quels que soient les chocs à court terme.

Bien-être social : ensemble des variables qui concourent au bien-être des citoyens : faible chômage, faible inflation, déficit public réduit...

Déflation : situation où la faiblesse de la demande entraîne la baisse des prix des biens et la baisse des prix des actifs, s'autoentretient avec la hausse des taux d'intérêt réels, la baisse des profits, la perte de richesse.

Délocalisations : transferts d'activités à l'étranger (dans les pays émergents).

CHAPITRE 4

Pouvoir de négociation des salariés : leur capacité à obtenir des hausses de salaires, une partie plus importante du revenu national.

Injection de liquidités : politique monétaire par laquelle la banque centrale accroît la base monétaire (la quantité de monnaie de banque centrale) en achetant des actifs aux agents économiques privés (aux banques).

Aléa de moralité : changement de comportement d'un agent économique qui, s'il est assuré contre un risque, ne prend plus de précautions contre la réalisation de ce risque.

Réserves de change : actifs en devises étrangères détenus par les banques centrales.

Intervention de change : hausse ou baisse des réserves de change visant à modifier les taux de change d'équilibre.

Recyclage des capitaux ; réinvestissement par les pays émergents ou producteurs de matières premières de leurs excédents sur les marchés financiers des grands pays de l'OCDE.

Minutes des banques centrales : comptes rendus des délibérations de leur conseil lors de choix de politique monétaire.

Coordination des anticipations : présence d'un mécanisme qui implique que les agents économiques savent qu'ils forment de manière similaire, homogène, leurs anticipations, donc qu'ils vont se comporter de manière similaire.

Prêteur en dernier ressort (en anglais : *Lender of Last Resort*) : banque centrale qui prête des liquidités en cas d'urgence à une banque commerciale qui ne peut pas faire face à ses engagements.

Crise de liquidité : situation où une banque (une entreprise, un pays) ne peut pas transitoirement faire face aux demandes de remboursement de sa dette à court terme.

Crise de solvabilité : situation durable d'absence de rentabilité.

Agence de supervision : agences publiques surveillant les banques (en France la Commission bancaire), les assurances (Commission de contrôle des assurances), les marchés financiers (Agence des marchés financiers, AMF).

ECOFIN : Conseil des ministres des Finances de l'Union européenne.

Crise systémique : crise démarrant chez un intermédiaire financier (ou une entreprise, un pays) et se transmettant à l'ensemble d'entre eux.

Règlement-livraison : opérations par lesquelles les intermédiaires financiers se vendent des actifs financiers (obligations, actions).

Prêt interbancaire : prêt (de 1 jour à plusieurs années) d'une banque à une autre sur le marché interbancaire.

Produits structurés : produits financiers où la nature du risque de l'actif sous-jacent (une obligation d'entreprise, un ensemble de crédits) a été transformée.

Marché du crédit : marché des obligations d'entreprises.

Dérivés de crédit : produits complexes basés sur les obligations d'entreprises.

CDS (*Credit Default Swaps*) : actif qui verse un montant fixé à l'avance en cas de défaut d'une entreprise sur sa dette.

CHAPITRE 5

Absence de coordination : si des agents économiques ne se coordonnent pas, ils décident de leurs actions en fonction de leurs propres objectifs sans examiner les effets de leurs actions sur les autres agents économiques.

« Guerre » des taux de change : situation où chaque pays essaie de manipuler son taux de change en sa faveur (par exemple pour gagner des parts de marché au détriment des autres pays).

Neutralité ricardienne : situation où les déficits publics font anticiper aux agents économiques privés une hausse de la pression fiscale dans le futur, d'où une baisse immédiate de la demande de ces agents à court terme.

Objectif social : objectif légitime des citoyens : plein emploi, croissance suffisante, absence d'inflation.

Politique économique contracyclique : politique visant à stabiliser l'activité réelle (à lisser les cycles économiques).

Solvabilité budgétaire : situation où les pays parviennent à stabiliser leur taux d'endettement public.

Traités de Maastricht et de Nice : traités internationaux qui définissent l'organisation institutionnelle de l'Union européenne (rôle des Etats, de la Commission européenne, du Parlement européen, de la BCE, règles de vote du Conseil européen en fonction des sujets).

CONCLUSION

Spécialisation productive (internationale) : chaque pays, région, se spécialise dans la production de certains biens, ce qui est efficace, en fonction de ses avantages comparatifs (capacité technologique plus ou moins grande à fabriquer les divers biens), de ses dotations en facteurs de production nécessaires pour la fabrication des divers biens (travail qualifié, non qualifié, capital, énergie...).

Fédéralisme fiscal : fait que les impôts, les dépenses publiques, les charges sociales, les transferts sociaux sont communs à l'ensemble des régions d'une fédération (d'un pays, d'un ensemble de régions). Une région en difficulté, s'il y a fédéralisme fiscal, reçoit des transferts publics automatiques (indemnisation du chômage par exemple) depuis les autres régions, et voit sa part dans les recettes fiscales globales diminuer.

Mobilité du travail : situation où les salariés bougent facilement d'une région (d'un secteur) en difficulté vers une région (un secteur) en croissance.

Levier d'endettement : utilisation de la dette pour accroître ses ressources propres et acheter davantage d'actifs.

Spreads de crédit : écarts de taux d'intérêt entre ceux sur la dette des entreprises et ceux sur la dette de l'Etat.

Table

<i>Avant-propos</i>	7
<i>Introduction</i> . Pourquoi critiquer les banques centrales ? ..	9
Les erreurs de gestion de la Réserve Fédérale	10
Pourquoi les Européens sont-ils fâchés avec l'euro ?	15
Pourquoi y a-t-il des banques centrales ?.....	22
1. La genèse des banques centrales contemporaines ? pourquoi cette concentration sur les risques infla- tionniste ?	27
L'environnement inflationniste des années 1970-1980	28
Une politique « crédible »	31
L'objectif monétaire	36
Une réaction de la politique économique dans une opti- que uniquement de moyen terme.....	37
Les banques centrales ont-elles jamais été crédibles ?.....	39
2. Le monde est devenu différent, pas la philosophie des banques centrales	41
Le choc des pays émergents.....	41
Les effets sur les pays avancés	44
Une faiblesse cachée	48
L'inflation, un phénomène du passé ?	49
La mondialisation de la production des biens et services	53

Pourrait-on revenir à une économie inflationniste ?	56
Pourtant, les banques centrales n'ont pas modifié leurs techniques d'analyse.....	58
La question de l'inflation totale et la question de l'approche monétariste.....	59
3. Que sommes-nous en droit d'attendre des banques centrales contemporaines ?.....	64
Problèmes structurels et politique monétaire	65
Hétérogénéité des zones monétaires	70
Transparence	74
Risque de déflation	78
Prix des actifs, crédit, risques financiers	81
Politique monétaire nationale et liquidité mondiale.....	93
Décision en incertitude.....	99
La question du prêteur en dernier ressort	100
4. Trois biais de comportement dangereux des banques centrales	105
L'aversion chronique pour l'expansion monétaire et l'expansion du crédit	105
Les dangers de l' <i>inflation targeting</i> pour la stabilité financière mondiale.....	115
La souffrance des « pauvres » lors d'un durcissement monétaire qui semble justifié.....	119
5. A quoi ressemblerait une banque centrale « moderne » ?	123
Une organisation institutionnelle très particulière et ses justifications théoriques	123
Comment mener les politiques monétaires dans un environnement sans inflation ?.....	131
En quoi pourrait consister la responsabilité des banques centrales ?.....	135

<i>Conclusion. Si rien ne change, quelles perspectives ?</i>	139
Un risque d'éclatement de l'euro ?	140
Vers la multiplication des crises « à la japonaise ? »	151
L'explosion du système bancaire espagnol	156
Crise boursière dans les pays émergents	158
 Glossaire	 163

Cet ouvrage de la série **Economie**
est publié sous la direction
de
Olivier PASTRÉ

DÉJÀ PARU

Olivier Pastré. – *La Méthode Colbert, ou le patriotisme économique efficace.*

Le Cercle des économistes. – *Politique économique de droite, politique économique de gauche.*

Christian Saint-Etienne. – *L'Etat efficace.*

Le Cercle des économistes et Erik Orsenna. – *Un monde de ressources rares.*

Christian Chavagneux. – *Les Dernières Heures du libéralisme.*

François Lenglet. – *La crise des années 30 est devant nous.*

N° d'édition : 2295 - N° d'impression : 43468
Dépôt légal : août 2007

Le monde économique a changé. Les risques aussi : délocalisations, excès de liquidités mondiales, variation forte du prix des actifs, voire déflation.

Pourtant les banques centrales restent obnubilées par le retour éventuel de l'inflation. Comme si leurs modes de pensée, leurs organisations institutionnelles en étaient toujours restés aux années 80-90 et aux chocs pétroliers.

Tolérer ce déphasage, parfois combiné avec une absence de transparence et de responsabilité, c'est croire qu'on peut se contenter de beaux discours quand un incendie planétaire risque d'éclater à tout moment.

Patrick Artus, professeur à la Sorbonne et à Polytechnique, membre du Cercle des économistes et du Conseil d'analyse économique, est directeur des études économiques de Natixis. Ses livres – notamment Comment nous avons ruiné nos enfants – lui attirent un public nombreux et fidèle parce qu'il est un des rares experts qui sache combiner analyse savante et pédagogie.

978-2-262-02561-8



9 782262 025618

14,80 €
Prix France TTC

© Getty Images
Conception graphique : Marie de Lattre