

## **DOSSIER 7 : Monnaie et inflation**

**Les documents sont à lire attentivement et les questions de réflexion doivent être traitées au même titre que l'intégralité des exercices pour chacune des séances.**

### Documents :

Document 1 : MONTOUSSÉ M., CHAMBLAY D., RENOUARD G., *"Pourquoi les gouvernements ont-ils choisi de lutter en priorité contre l'inflation plutôt que contre le chômage ?"*, 50 fiches pour comprendre les débats économiques actuels, Bréal

Document 2 : *"Les principaux acteurs économiques impliqués dans les moyens de paiement"*, Le Monde, 2014

Document 3 : Articles sur la déflation, Le Monde Économie&Entreprise, mars et avril 2014

Document 4 : Articles sur l'inflation en Argentine et au Venezuela, Le Monde, janvier et février 2014

Document 5 : *"La faiblesse des taux d'intérêts anticipe celle de la croissance"*, M. Aglietta, Le Monde, mai 2014

Document 6 : *"Comment l'économie mondiale peut-elle échapper à des taux d'intérêts trop bas"*, B. Eichengreen, Le Monde Économie&Entreprise, avril 2014

Document 7 : *"L'Euro fort : fausses frayeurs et vrais dangers"*, J. Pisani-Ferry, Le Monde, 12 février 2013

### Questions de réflexion :

1. Définir les concepts suivants : inflation, déflation, stagflation.
2. Quelles sont les causes de l'inflation ?
3. Quels sont les mécanismes à l'œuvre dans la boucle prix-salaires ?
4. Avantages et inconvénients de l'inflation : qui en pâtit, qui en bénéficie ?
5. On raconte que, lors de la période d'hyperinflation de 1922-1923 en Allemagne, un consommateur qui avait brièvement laissé sans surveillance sa brouette pleine de billets de banque s'était fait voler sa brouette et non les billets de banque... Expliquez.
6. Quelle est la différence entre la courbe de Phillips telle qu'elle a été présentée par son créateur et celle qui a été utilisée dans les débats de politique économique ?
7. **Question de réflexion à traiter sous la forme d'une dissertation ou d'un plan détaillé** : La courbe de Philips est-elle encore d'actualité ?
8. **BONUS** (à titre d'entraînement) : Question de cours du partiel de juin 2014 : *« À quel phénomène monétaire la zone Euro risque-t-elle d'être confrontée ? Vous définirez ce terme et en présenterez les principaux avantages et inconvénients ».*

Bibliographie spécifique :

BEZIADE P., La monnaie et ses mécanismes, La Découverte, coll. Repères, Paris, 1990

BEZBAKH P., Inflation et désinflation, La Découverte, coll. Repères, Paris, 1994

FLOUZAT D., Économie contemporaine, tome 2, Les phénomènes monétaires, P.U.F., Paris, 1997

JACOUD G., *“L’inflation”*, Les Cahiers Français, n°315

KEMPF H., Macroéconomie, chap. 7, Dalloz, coll. Hyper Cours, Paris, 2001

PIRIOIU J-P., L’indice des prix, La Découverte, coll. Repères, Paris, 1993

## **L'intégralité des exercices fondamentaux doit être réalisée pour chacune des séances.**

### **Exercices fondamentaux :**

#### Exercice 1 :

Soit une économie donnée où la demande de monnaie se compose d'une demande pour motif de transaction  $L_1 = 0,1Y$  et d'une demande pour motif de spéculation  $L_2 = 30 - 3r$ , où  $r$  est le taux d'intérêt nominal (en %).

1. Exprimez la demande totale de monnaie  $M_d$  en fonction de  $Y$  et de  $r$ . L'offre de monnaie est de 45, le PIB de 300 : quelle est la valeur du taux d'intérêt ?
2. L'offre de monnaie augmente : que se passe-t-il ? (application numérique : l'offre de monnaie passe à 54).
3. L'offre reste à 45, mais le PIB augmente de 10% : quelle est la valeur de  $r$  ?
4. Les pouvoirs publics visent un taux d'intérêt de 3% avec un PIB de 400 : à quel niveau faut-il augmenter la masse monétaire ?

#### Exercice 2 :

On étudie le marché de la monnaie d'un pays. La masse monétaire en circulation s'élève à 2 500 Mds € et on estime que la masse de monnaie nécessaire pour financer les transactions est égale au quart de la valeur de ces transactions (on notera  $Y$  le PIB nominal). Des études statistiques ont montré que la demande de monnaie pour motif de spéculation est une fonction affine du taux d'intérêt  $r$  (dès que celui-ci dépasse le niveau minimal de 2%) ; de plus, on sait que pour un taux d'intérêt de 10%, la quantité de monnaie demandée pour ce motif est de 1 000 Mds € et que l'élasticité de cette dernière au taux d'intérêt vaut -0,8.

1. Quelles sont les fonctions de la monnaie ? Quels sont les motifs de détention de monnaie ?
2. Déterminez l'équation de la demande de monnaie pour motif de transaction. Si c'était le seul motif de détention de monnaie, quelle vitesse de circulation de la monnaie pourrait-on déduire de cette équation ?
3. Déterminez l'équation de la demande de monnaie pour motif de spéculation. Justifiez le lien qu'elle fait apparaître entre demande de monnaie et  $r$ . Quel seuil représente le taux d'intérêt minimal de 2% ?
4. Déterminez la demande totale de monnaie. La vitesse de circulation de la monnaie est-elle constante ? De quoi dépend-elle ? À quelle école théorique se rattache cette fonction de demande de monnaie ?
5. L'offre de monnaie est supposée exogène. Que vaut-elle ? Écrivez l'équilibre offre-demande sur le marché de la monnaie : exprimez-le sous la forme d'une équation liant le PIB nominal  $Y$  au taux d'intérêt  $r$ . Représentez graphiquement  $r(Y)$ . Expliquez économiquement pourquoi le taux d'intérêt est une fonction strictement croissante de  $Y$ , dès que  $r > 2\%$ .
6. Comment la pente de cette courbe  $r(Y)$  serait-elle modifiée si la vitesse de circulation de la monnaie pour motif de transaction était plus forte ? Et si la demande de monnaie pour motif de spéculation était plus sensible au taux d'intérêt ?

### **Pour s'entraîner ....**

#### **Le test suivant peut être traité à titre d'entraînement**

#### Petit test...

1. Dans la 1<sup>ère</sup> lecture de la courbe de Phillips, comment explique-t-on la relation décroissante entre l'inflation et le chômage ?
2. En quoi le contexte de la fin des années 70 a-t-il remis en cause l'existence de la courbe de Phillips ?

3. Quelle est la différence entre le taux de chômage naturel et le NAIRU ?
4. Pourquoi le taux de chômage naturel est-il différent d'un pays à l'autre ?
5. Pourquoi dans la relecture par les monétaristes parle-t-on « des » courbe « s » de Phillips ?
6. « La courbe de Phillips n'existe que lorsque les pouvoirs publics se gardent d'en tirer partie ». Commentez.

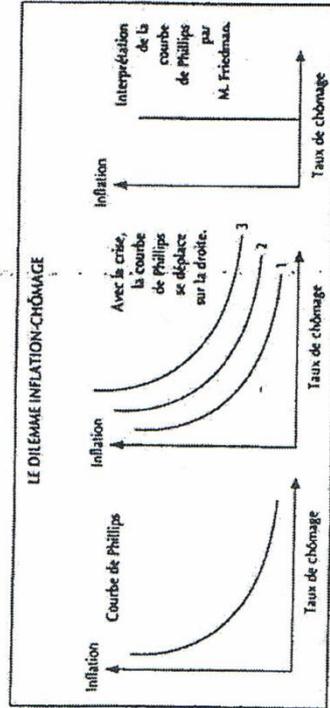
## Doc 1 : Pourquoi les gouvernements ont-ils choisi de lutter en priorité contre l'inflation plutôt que contre le chômage ?

Les politiques économiques menées à cette époque résultent donc de la conjoncture :

- ce sont, lors des surschauffes de l'économie, des politiques de rigueur et de stabilisation qui luttent contre l'inflation (1952, 1957, 1958, 1963, 1969) ;
- ce sont, lorsque la croissance ralentit, des politiques de relance qui favorisent la croissance et l'emploi quitte à raviver l'inflation (1953, 1966, 1968, 1972).

### B Mais la stagflation née de la crise...

- Au début des années 70, la stagflation met en cause la symétrie entre le chômage et l'inflation. La courbe de Phillips se déplace sur la droite. Puisqu'il faudrait diminuer à la fois l'inflation et le chômage et que les politiques économiques n'en ont pas les moyens, les gouvernements doivent choisir, dans les années 70, entre la lutte contre l'inflation et dans ce cas l'acceptation d'une aggravation du sous-emploi, ou la lutte contre le chômage et dans ce cas l'acceptation d'une aggravation de l'inflation.



- Ainsi les politiques économiques menées dans les années 70 témoignent de l'hésitation des gouvernements à opter durablement pour l'une ou l'autre politique. Des politiques d'austérité ont été appliquées en France en 1974, et de 1976 à 1980, mais l'aggravation du chômage a nécessité la mise en place de politiques de relance en 1975 et en 1981. En raison de leurs effets inflationnistes, ces politiques de relance furent suivies de mesures d'austérité. Ces hésitations de politiques économiques ont conduit à un mouvement de « stop and go ».

### C ... ravive le débat entre keynésiens et libéraux

- Les keynésiens considèrent qu'il est avant tout nécessaire de mettre en place des politiques de relance pour favoriser la croissance et ainsi lutter contre le chômage. Ils pensent qu'il faut éviter l'erreur des débuts de la crise des années 30 et ne pas laisser s'installer une spirale récessionniste (la baisse de la croissance de la production provoque la baisse de la croissance des revenus qui elle-même provoque la baisse de la croissance de la demande et donc une baisse encore plus forte de la production...).
- Mais ces politiques, confrontées à la nouvelle situation de stagflation, semblent moins aptes à lutter contre la crise car elles risquent d'accroître le dérapage inflationniste.
- Les libéraux (dont les monétaristes) considèrent, quant à eux, que la crise est essentiellement due à des phénomènes monétaires. Il est nécessaire d'assainir en priorité l'économie et donc de lutter contre l'inflation. Pour cela, ils

## Pourquoi les gouvernements ont-ils choisi de lutter en priorité contre l'inflation plutôt que contre le chômage ?

Il existe généralement une corrélation entre le mouvement des prix et celui de la production : production et prix varient dans le même sens. Ainsi, la crise de 1929 fut une crise de dépression (baisse de la production) et de déflation (baisse des prix). En revanche, durant les Trente glorieuses les prix et la production augmentèrent de concert.

La crise des années 70 a présenté une situation nouvelle : la concomitance entre la hausse des prix et le ralentissement de la production appelée stagflation. Ce phénomène a désarmé les gouvernements et les a obligés à choisir entre la lutte contre l'inflation et la relance de la production.

## 1 LA STAGFLATION DES ANNÉES 70 A IMPOSÉ UN CHOIX ENTRE LUTTE CONTRE L'INFLATION ET CROISSANCE

La stagflation née avec la crise actuelle ravive le débat qui oppose les keynésiens et les libéraux et oblige les politiques économiques, dans la mesure où elles n'ont pas les moyens de lutter simultanément contre l'inflation et contre le chômage, à opérer un choix.

### A Les politiques économiques luttent contre l'inflation ou contre le chômage en fonction de la conjoncture

- Les politiques économiques ne peuvent lutter simultanément contre l'inflation et le chômage :
  - les politiques de relance (baisse des taux d'intérêt, augmentation des revenus et déficit budgétaire) favorisent la croissance et donc la baisse du chômage mais elles sont inflationnistes ;
  - les politiques de rigueur (hausse des taux d'intérêt, modération des revenus et du déficit budgétaire) luttent contre l'inflation mais elles sont récessionnistes et donc facteurs d'aggravation du sous-emploi.
- De 1945 à 1973, la décision de suivre une politique de relance ou une politique de rigueur résulte de la conjoncture économique. Durant cette période, il existe une symétrie entre l'inflation et la hausse du chômage, comme l'établit l'interprétation de la courbe de Phillips. Les Trente glorieuses sont globalement une période de croissance mais certaines inflexions conjoncturelles peuvent être remarquées : à certaines périodes l'économie connaît une surschauffe, avec de forts taux de croissance qui provoquent une inflation importante, alors qu'à d'autres moments, plus rares, la croissance s'essouffle et l'inflation s'affaiblit.

préconisent une limitation du crédit, de la demande intérieure et des déficits budgétaires.

Ces mesures ne devraient pas provoquer de dépression car, s'appuyant sur les théoriciens de l'offre (dont A. Laffer), ils sont convaincus que le moteur de la croissance est l'investissement et non la demande.

Le débat se cloît au début des années 80 car les politiques de relance semblent avoir échoué.

## 2 À PARTIR DU DÉBUT DES ANNÉES 80, LA LUTTE CONTRE L'INFLATION DEVIENT PRIORITAIRE

L'échec des politiques de relance conforte la théorie libérale. Les politiques économiques s'inspirent progressivement des monétaristes libéraux et adoptent, comme objectif principal, la lutte contre l'inflation.

### A Les faits semblent avoir donné raison aux libéraux,...

■ À la fin des années 70, le choix entre relance et lutte contre l'inflation paraît illusoire.

Les politiques de relance accélèrent l'inflation, mais ne parviennent plus à relancer suffisamment la croissance et à diminuer le chômage. En raison de l'incertitude et du manque de confiance en l'avenir, mais aussi parce qu'elles sont surendettées, les entreprises ont tendance à ne pas répondre aux augmentations de la demande induites par les politiques keynésiennes.

De plus, ces politiques semblent inadaptées en économie ouverte car elles butent sur la contrainte extérieure. Lorsqu'elles parviennent, effectivement, à augmenter la demande et la production, elles provoquent une augmentation des importations (augmentation des importations de biens de consommation pour satisfaire la croissance de la demande des ménages et augmentation des importations de biens de production) et donc une dégradation du solde de la balance commerciale. La politique de relance en 1981 en est un exemple éloquent.

■ Selon M. Friedman (chef de file des monétaristes), la courbe de Phillips est une droite verticale ; le choix des gouvernements s'articule en réalité entre plus ou moins d'inflation.

Il considère qu'il est impossible d'agir sur le niveau de chômage, mais seulement sur le niveau d'inflation car, selon lui :

- le chômage est naturel ; il s'explique en grande partie par l'inadaptation des individus à occuper les emplois disponibles ;
- le chômage est en partie volontaire ; les indemnités de chômage altèrent le calcul rationnel de chaque individu ; certains préféreront ne pas travailler car ils perçoivent des allocations ;
- les politiques de relance sont neutralisées par les anticipations inflationnistes des agents économiques (théorie des anticipations rationnelles de R. Lucas).

### B ... l'inflation provoque d'importants dysfonctionnements,...

■ Les monétaristes considèrent qu'une inflation trop élevée déséquilibre l'économie intérieure.

- Elle conduit à des anticipations pessimistes : l'effritement de la valeur de la monnaie peut saper la confiance en l'économie nationale et conduire les

entreprises à moins investir. Par crainte d'une dépréciation de leurs réserves, les agents économiques peuvent être incités à moins épargner.

- Durant les Trente glorieuses, l'inflation avait favorisé les agents structurellement emprunteurs, mais elle s'est en partie retournée contre les emprunteurs à la suite d'une montée des taux d'intérêt.

■ En économie ouverte, l'inflation nuit aux équilibres extérieurs.

- Trop d'inflation, mais surtout un différentiel d'inflation fortement positif nuit à la compétitivité des entreprises, au solde commercial et par ce biais à la production nationale.

- Trop d'inflation risque de détériorer la balance des paiements en dégradant ses principaux postes : elle détériore le solde de la balance commerciale en altérant la compétitivité-prix, et elle détériore la balance des capitaux en provoquant une fuite des capitaux due à la défiance envers la monnaie.

### C ... la priorité des gouvernements, depuis le début des années 80, devient donc la lutte contre l'inflation

■ Des politiques de lutte contre l'inflation s'inspirant plus ou moins directement du monétarisme sont mises en place depuis 1979 en Grande-Bretagne et aux États-Unis (1983 en France).

Leurs moyens principaux sont la limitation de la création monétaire grâce à une modération du crédit obtenue par la hausse des taux d'intérêt et la restriction des déficits publics.

Ces politiques visent aussi à modérer la demande en ralentissant la hausse des salaires.

Ces politiques restrictives sont différentes des anciens plans de rigueur ou d'austérité car elles s'inscrivent dans la durée : elles ne sont pas des politiques conjoncturelles, mais une nouvelle gestion de l'économie (officialisée, par ailleurs, par le traité de Maastricht).

■ Les politiques restrictives ont pour objectif un assainissement de l'économie et une amélioration de la compétitivité-prix.

- Contrairement aux politiques de relance qui viennent en aide aux entreprises en difficulté, elles encouragent « la destruction créatrice » de la crise en laissant la concurrence et la loi du marché sanctionner les « éléments vieillissants ».

- Elles permettent une désinflation compétitive : elles tentent de compenser le ralentissement de la demande intérieure par la hausse des exportations. L'objectif est, à terme, une reprise de la croissance grâce à ces exportations. La France, grâce à sa politique désinflationniste, a réussi à avoir une monnaie forte et une balance commerciale excédentaire.

Grâce aux politiques restrictives, l'inflation a fortement diminué et est revenue, dès le milieu des années 80, à un niveau modéré. La reprise de la croissance, à partir de 1986, semblait démontrer la réussite de ces politiques.

Mais l'aggravation de la crise au début des années 90 renouvelle le débat. Ces politiques sont de plus en plus accusées de nuire à la croissance et à l'emploi. Une inflexion de ces politiques économiques est perceptible, on assisterait même à un retour, certes limité, des politiques keynésiennes.

LES PRINCIPAUX ACTEURS ÉCONOMIQUES IMPLIQUÉS DANS LES MOYENS DE PAIEMENTS

**Les acteurs classiques**

**PAYPAL**

La plate-forme de paiement en ligne, achetée par eBay en 2002, est devenue une référence du paiement virtuel sécurisé. Elle reste très absente de l'univers du smartphone.

**193 pays**

où le système PayPal est présent (26 devises)

**VISA**

Premier réseau de paiement global. Bien placé pour jouer les premiers rôles (son système V.me est un clone de PayPal).

Manque d'un lien direct avec le consommateur.

**74 milliards**

(53,6 milliards d'euros) de dollars de transactions dans le monde en 2013

**MASTERCARD**

Le numéro deux du marché des cartes, autoproclamé réseau le plus rapide, aura du mal à rivaliser.

**45,5 milliards**

de dollars de transactions dans le monde en 2013

**LES BANQUES**

Leurs atouts : savoir-faire dans le paiement et maîtrise de la sécurité. Mais ce sont elles qui ont le plus à perdre dans l'affaire si les nouveaux venus leur volent leur rôle d'intermédiaire.

LA NUMÉRIISATION DES MOYENS DE PAIEMENT

**La carte de crédit sans contact**

Carte équipée de la technologie NFC (near field communication) pour des achats de moins de 20 euros



**Le téléphone mobile et la tablette ou m.payment**

Smartphone équipé de la technologie NFC, l'équivalent de la puce de la carte bancaire est stocké sur la carte SIM du téléphone



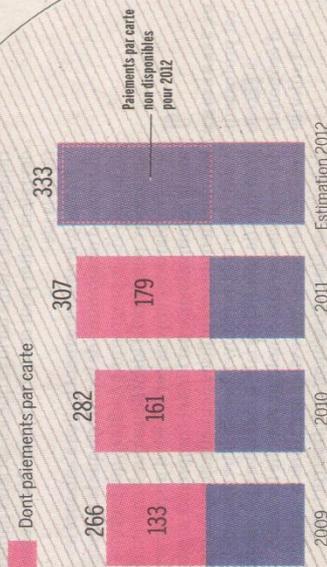
**Le porte-monnaie virtuel ou « wallet »**

Sur le modèle de PayPal. Le consommateur confie à un tiers de confiance ses numéros de carte bancaire pour payer à partir de son ordinateur, mais aussi de son smartphone ou de sa tablette

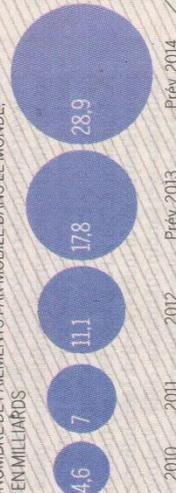


**Le marché**

NOMBRE DE PAIEMENTS AUTRES QU'EN ESPÈCES DANS LE MONDE, EN MILLIARDS



NOMBRE DE PAIEMENTS PAR MOBILE DANS LE MONDE, EN MILLIARDS



**Les nouveaux venus**



**APPLE**  
Le système iTunes a la confiance des fans d'Apple. Aucune expertise dans les services financiers.

**600 millions**

de numéros de cartes de crédit dans ses serveurs



**amazon**  
Le leader mondial du e-commerce a développé avec succès le système « login and pay ». Mais il n'existe pas encore d'Amazon Phone.

**230 millions**

de comptes actifs



**Google**  
La firme aux moyens quasi illimités propose déjà Google Check Out, concurrent de PayPal, et le Google Wallet, qui permet de payer avec son mobile Android. Le tout connaît un succès mitigé.

**1 milliard**

de téléphones sous Android

**LES START-UP**

Elles s'appellent SumUp, iZettle, Payleven, ou Square. Cette dernière, basée à San Francisco, a lancé avec succès son application Square Wallet, adoptée par la chaîne de cafés Starbucks.

**La biométrie pour régler sa facture**

QUI N'A PAS RÊVÉ de s'émanciper des identifiants et autres codes secrets liés au paiement ? Eh bien, une entreprise lilloise s'y emploie. « Dans notre système, la biométrie remplace le code. Il suffit de poser le doigt sur un terminal de paiement pour authentifier l'utilisateur », explique Cédric Hozanne, créateur de l'association Natural Security. Nous avons mené en 2013 un test auprès de 1 000 clients à Lille et Angoulême. A la fin, les gens ne voulaient plus nous rendre notre boîtier. »

Cette perspective n'a rien de futuriste. Dès 2015, les premières applications de cette solution devraient voir le jour. Une autre jeune pousse lilloise, Sesame Touch, qui utilise la technologie de Natural Security, est ainsi en train de rassembler banques et grands du commerce en ligne autour d'un réseau de confiance proposant d'authentifier les achats sur le Net en posant simplement le doigt sur un porte-clés connecté.

**« Surtout pas à votre insu »**

Il aura fallu quasiment dix ans d'efforts et 18 millions d'euros d'investissements à Natural Security pour en arriver là. Le projet a démarré en 2006, sous l'égide du pôle de compétitivité de Lille. A l'époque, M. Hozanne, spécialiste des paiements chez Banque Accord, la filiale bancaire d'Auchan, n'est pas convaincu par les vertus tout terrain du « sans contact ». « Nous voulions trouver une solution simple, qui présente la même ergonomie quel que soit le moyen de paiement dont vous disposez, quel que soit le montant, quel que soit l'objet utilisé pour payer. Le consommateur n'est pas là pour être un expert », relate le passionné, qui a su convaincre, en 2008, sept partenaires de poids de le soutenir : Ingenico, Banque Accord, Auchan, Leroy Merlin, Crédit Mutuel Arkéa, BNP Paribas, Crédit agricole.

SOURCES : WORLD PAYMENTS REPORT 2013, FORBES - INFOGRAPHIE LE MONDE

# La déflation menace l'Europe

## Nier sa réalité n'est plus possible

**Michel Aglietta**

*Economiste*

**L**e risque de déflation est devenu un souci qu'il n'est plus possible de combattre en se contentant de le nier. L'asymétrie des ajustements provoqués par les déséquilibres de la zone euro sous la contrainte de dettes publiques et privées très élevées provoque des processus déflationnistes. L'issue va dépendre de la configuration des risques à venir et de la capacité de la Banque centrale européenne (BCE) à déployer des moyens nouveaux si l'urgence s'en fait sentir.

Pourquoi s'inquiéter du danger de la déflation, alors que la BCE déclare qu'il est inexistant ? L'institution n'est-elle pas l'ange gardien de l'Europe dont la parole envoûte les marchés financiers ? D'ailleurs, ceux-ci semblent approuver : les anticipations d'inflation inscrites dans les taux d'intérêt à cinq et dix ans sont stables, légèrement au-dessus de 2%. Mais qu'est-ce que cela signifie ?

Au Japon, les anticipations d'inflation à cet horizon se situaient autour de 1,8% peu avant l'entrée en déflation, en 1998. Une fois celle-ci apparue, elles sont devenues baissières. Car à de tels horizons, elles n'ont aucune base objective. Ce sont des croyances collectives que la Banque centrale espère autovalidées. Si le piège se réalise, tout le monde anticipe qu'il va perdurer.

A un ou deux ans, en revanche, le mouvement des prix est sous l'influence de forces actives, donc observables. C'est sans doute pourquoi les anticipations ont beaucoup baissé dans la zone euro en six mois, de 2% à 0,7%-0,8%. Il semble donc peu contestable que les anticipations de marché captent des facteurs de désinflation virulents. Quels sont-ils ? Peuvent-ils se transformer en déflation effective ? Cela dépend des chocs aléatoires dont la configuration définit la « balance des risques », comme disait Alan Greenspan, ancien président de la Réserve fédérale américaine.

La BCE n'est évidemment pas dupe de ces enchaînements, qui signent un échec cuisant par rapport à sa cible d'inflation. Son mandat la somme de les combattre. Si elle ne le fait pas et ne cherche pas à faire remonter l'inflation vers 2%, c'est peut-être parce qu'elle pense que des contre-forces vont faire remonter spontanément l'inflation. Ou bien, plus inquiétant, c'est que la faiblesse de la coordination, la rigidité des règles et les rivalités politiques qui règnent dans la zone euro ne permettent pas d'utiliser les moyens adéquats pour écarter le risque.

Comprenons d'abord ce qui est en jeu. La déflation n'est pas un piège simplement parce que les prix baissent. Si cela résultait de gains de productivité plus rapides que la progression des salaires réels, joints au maintien du taux de marge des entreprises, tant mieux. C'est ce qui s'est produit à plusieurs reprises pendant plusieurs années d'affilée entre 1873 et 1896 aux Etats-Unis, quand les investissements dans les infrastructures de transport, la prospection pétrolière et l'essor des industries lourdes soutenaient une croissance moyenne de long terme robuste.

Tel n'est pas le cas des épisodes de déflation japonaise à partir de 1998, puis de 2008. Ni de la zone euro aujourd'hui. Le niveau de la productivité du travail par travailleur a stagné, et celui de la productivité globale des facteurs a baissé depuis 2007. La zone euro souffre simultanément d'une anémie du dynamisme de l'offre productive, d'une insuffisance chronique de demande, de niveaux élevés de dettes publiques et privées et, enfin, d'une fragmentation financière due à notre incapacité depuis cinq ans à nettoyer les bilans bancaires. Là-dessus sont venues se greffer des politiques budgétaires d'austérité généralisée. Il serait plutôt surprenant que des forces à caractère déflationniste ne soient pas à l'œuvre !

### Balance des risques

Il faudrait pour les contrecarrer un niveau suffisant de demande agrégée et un programme européen d'investissements prioritaires pour que les déséquilibres de balances de paiements internes à la zone puissent être réduits par des ajustements symétriques. Or, l'excédent courant allemand en 2013 a atteint 7,5% du produit intérieur brut (PIB) et celui de la zone euro, qui était nul avant la crise, est monté à 3,2% en 2013.

Nous sommes dans un cercle vicieux. Le refus obstiné des pays excédentaires à stimuler leur demande interne fait peser la totalité de l'ajustement imposé par la réduction de l'endettement sur les pays déficitaires. Comme les progrès de productivité sont atones, l'unique instrument est la « dévaluation interne » par pression persistante sur les coûts salariaux, voire par la baisse directe des salaires. La France entrant dans le jeu, la force déflationniste s'accroît selon la même logique que dans le « bloc or » (les pays ayant l'or comme étalon monétaire) entre 1933 et 1936 : neutralisation réciproque des avantages de compétitivité dans la zone et appréciation de la monnaie par rapport aux grandes devises internationales, donc dégradation de la compétitivité externe. En effet, la décélération rapide de l'inflation, alors que le taux nominal est bloqué par la barrière du taux zéro, fait monter le taux d'intérêt réel et apprécie le change. L'euro s'approche dangereusement de 1,40 dollar, alors que le taux de change compatible avec la situation économique se trouve entre 1,20 et 1,30.

Le spectre de la déflation peut-il se dissoudre de lui-même ? C'est là qu'intervient la balance des risques. D'un côté, on peut espérer que la poursuite de la phase expansive du cycle américain conduise à une appréciation du dollar ; à l'intérieur de la zone euro, des politiques budgétaires moins restrictives autorisent un retour à une croissance supérieure à 1%, bien loin cependant deommer les déséquilibres internes. De l'autre, on doit craindre un choc négatif sur les prix des matières premières à cause des transformations de l'économie chinoise et du ralentissement de croissance provoqué par la réforme financière menée par Pékin ; la résolution des pertes des banques et l'ampleur des recapitalisations en zone euro, qui seront révélées dans quelques mois.

Aujourd'hui, la BCE affirme que sa politique de taux bas prolongée suffit. Si cela n'est plus le cas, saura-t-elle déployer des outils plus puissants : achats massifs de titres souverains et privés, refinancement de crédits titrisés d'entreprises, voire financement direct de programmes d'investissement ? A-t-elle les marges de manœuvre pour le faire ? ■

**LA BCE  
N'EST-ELLE  
PAS L'ANGE  
GARDIEN  
DE L'EUROPE  
DONT  
LA PAROLE  
ENVOÛTE LES  
MARCHÉS ?  
IL FAUT  
POURTANT  
S'INQUIÉTER**

**M**ICHEL AGLIETTA est professeur émérite à l'université Paris-X et conseiller scientifique au Centre d'études prospectives et d'informations internationales

# Le FMI alerte l'Europe sur les risques de déflation

L'institution insiste sur le caractère fragile et inégal de la reprise dans la zone euro

Les conseils du Fonds monétaire international (FMI) sur l'assouplissement de la politique monétaire européenne ont beau agacer Mario Draghi, le président de la Banque centrale européenne (BCE), le FMI persiste et signe. Dans ses « Perspectives de l'économie mondiale » de printemps, présentées mardi 8 avril, l'institution internationale insiste sur le caractère « encore fragile » et « inégal » de la reprise, notamment dans la zone euro, et en tire quelques conséquences.

L'inflation est très basse. Dans un tel environnement, la politique monétaire doit rester accommodante. Dans la zone euro, un plus grand assouplissement monétaire, comprenant des mesures non conventionnelles, est nécessaire pour soutenir l'activité et l'objectif de stabilité des prix de la BCE, ce qui limiterait les risques d'une inflation encore plus basse, voire d'une déflation», peut-on lire dans le rapport.

L'économiste en chef de l'organisation, Olivier Blanchard, a formulé le vœu que la BCE prenne des mesures non conventionnelles des qu'elle aura arrêté une position sur celles-ci. Citant notamment des taux d'intérêt négatifs ou un programme d'assouplissement monétaire, il a estimé que toutes les options devaient être envisagées. « Le plus tôt sera le mieux », a-t-il martelé.

Le 2 avril, la directrice générale du FMI, Christine Lagarde, avait appelé la BCE à assouplir sa politique, suscitant l'ironie de M. Draghi qui lui avait suggéré de prodiguer ses « généreux » conseils à la Réserve fédérale américaine (Fed, banque centrale). Lors de sa réunion de politique monétaire, la BCE n'avait pas pris de mesure supplémentaire

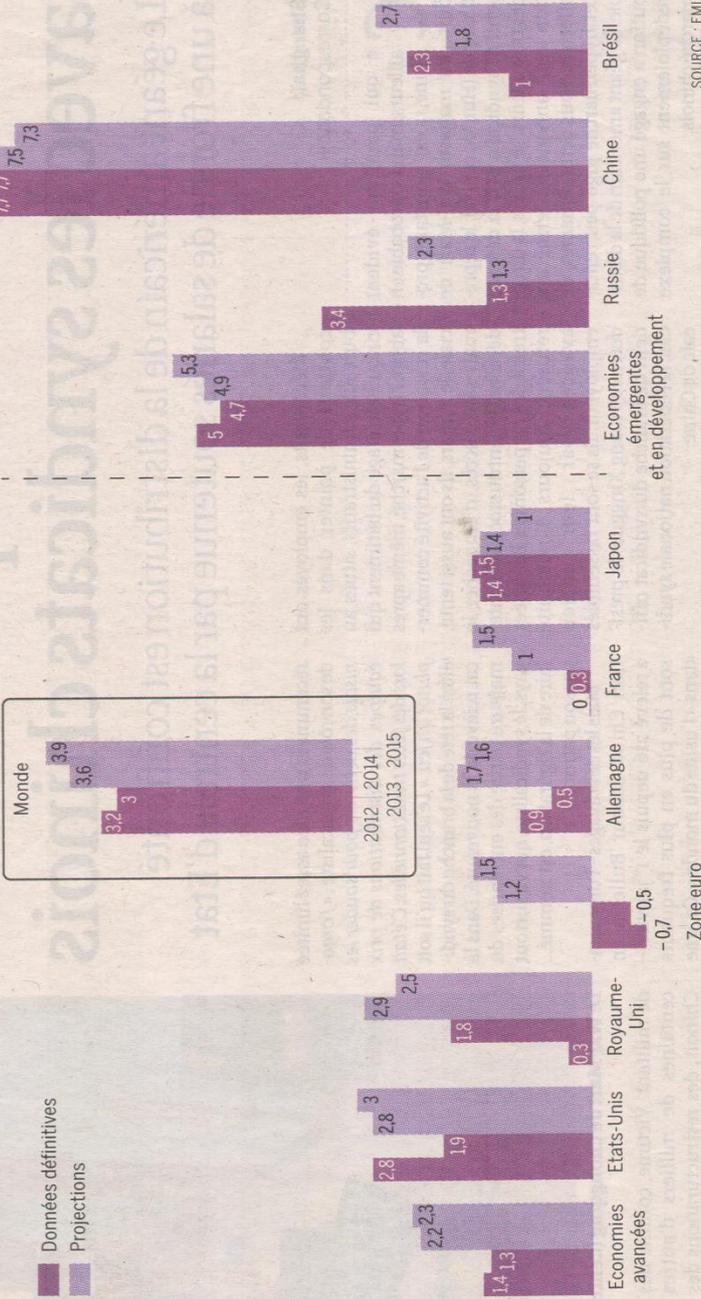
« Les dirigeants politiques des pays avancés doivent éviter d'en finir trop tôt avec des politiques monétaires souples »

« Perspectives » du FMI

« Les dirigeants politiques des pays avancés doivent éviter d'en finir trop tôt avec des politiques monétaires souples. Les efforts de redressement budgétaire se poursuivent, les écarts de production (output gaps) sont encore larges et

Les nouvelles prévisions de croissance du Fonds monétaire international

VARIATION DU PIB, EN %



SOURCE : FMI

notamment de l'investissement, à prendre le relais de la relance budgétaire.

Le PIB de la zone euro progresserait de 1,2% en 2014 et de 1,5% en 2015. « La bonne nouvelle, estime M. Blanchard, est que, pour la première fois depuis deux ans, les pays du Sud ont renoué avec la croissance, même si elle est faible. » Leurs exportations sont robustes, mais pas leur demande intérieure (consommation des ménages et investissement des entreprises). Ce moteur doit redémarrer pour conforter la reprise.

freins variés qui pesaient sur la croissance se desserrent lentement. La consolidation budgétaire ralentit et les investisseurs sont moins préoccupés par la soutenabilité des dettes. Les banques vont mieux », note M. Blanchard.

La croissance mondiale serait tirée en 2014 et 2015 par les pays avancés, Etats-Unis en tête. Le produit intérieur brut (PIB) américain progresserait de 2,8% en 2014 et de 3% en 2015, au-delà de sa tendance de long terme. Au Japon, où la croissance serait de 1,4% en 2014, la force de la reprise dépendra de la capacité de la demande intérieure,

la BCE et elle devrait le rester au moins jusqu'en 2016, insiste le FMI.

Au-delà de ses considérations, l'institution a revu très légèrement à la hausse sa prévision de croissance pour 2013 (3% au lieu de 2,9%). La reprise devrait se consolider en 2014 (3,6%) et en 2015 (3,9%). Le FMI n'exclut pas que ses prévisions puissent être revues à la baisse, du fait notamment des risques dans les pays émergents et de la résurgence de risques géopolitiques (en Ukraine).

« La reprise devient non seulement plus forte mais plus large. Les

# Le Venezuela, champion mondial de l'inflation en 2013

Le Monde  
Vendredi 17 janvier 2014

En Argentine et au Brésil, l'emballement des prix est préoccupant

## En Amérique du Sud, les résultats contrastés de la lutte anti-inflationniste

ÉVOLUTION DE L'INFLATION, VARIATION ANNUELLE EN POURCENTAGE

— Données de la banque centrale du pays — Données FMI — Indice privé Congrès (Argentine) — Moyenne Amérique latine-Caraïbes (FMI)

### Venezuela : l'échec



### Argentine : l'inflation cachée



### Brésil : le bon élève



\* Novembre

SOURCES : FMI ; BANQUE CENTRALE DU VENEZUELA ; BANQUE CENTRALE DU BRÉSIL ; BANQUE CENTRALE D'ARGENTINE

En 2012, 26 des 189 pays membres du Fonds monétaire international (FMI) avaient une inflation à deux chiffres. En 2013, le FMI a prévu que le nombre de ces mauvais élèves fût ramené à 16. Dans ce classement, le Venezuela et l'Argentine occupent, depuis des années, une place de choix.

Le Venezuela a explosé les records d'inflation. Évaluée à 21,1% en 2012 par le FMI, celle-ci y a atteint 56,2% en 2013, de l'aveu des autorités. Cette contre-performance latino-américaine et mondiale a conduit le président Nicolas Maduro à annoncer, lundi 13 janvier, une augmentation de 10% des retraites et du salaire minimum, qui devrait atteindre environ 520 dollars (381,8 euros) par mois.

Avec des accents dignes de son prédécesseur à la présidence, Hugo Chavez, M. Maduro a redit, lundi, que cette inflation « criminelle », quasi triple de celle de 2012, résultait « de la guerre économique » menée contre son gouvernement par « la droite et la bourgeoisie internationale ».

Nombre d'économistes y voient plus prosaïquement le fruit, entre autres, du contrôle des changes instauré en 2003 et de la parité fixe imposée sur le dollar. Le billet vert a atteint jusqu'à dix fois le taux officiel sur les marchés parallèles. Et, analyse Daniela Ordonez (COE-Rexecode), comme

le Venezuela s'est reposé sur ses lauriers de pays producteur de pétrole et qu'il s'est désindustrialisé de façon accélérée depuis une dizaine d'années, de nombreux biens de consommation et d'équipement, mais aussi des produits alimentaires, doivent être importés (et réglés en dollars).

L'inflation importée, combinée aux diverses pénuries dont souffrent les Vénézuéliens – la plus célèbre étant celle de papier toilette –, est la première cause de la flambée des prix. L'autre source de pressions inflationnistes est la politique monétaire conduite par la Banque centrale pour contenir un déficit public important (4,5% du produit intérieur brut selon les autorités, mais 15% selon le FMI).

Pour Carlos Quenan (Natixis), le pays est proche d'une situation de « dérapage inflationniste dangereux où tout pousse les prix à la hausse : la très forte création monétaire, la dévaluation du bolivar en 2013, mais aussi la rareté des biens ». « Tout laisse présager, ajoute-t-il, une nouvelle dépréciation de la devise nationale. »

Fin 2013, le président Maduro a annoncé la baisse forcée des tarifs de nombreux produits (électroménager, appareils électroniques, vêtements, pièces détachées automobiles...). Selon la Banque centrale, cette politique a permis de ramener l'inflation de 5,1% en octobre à 2,2% en décembre 2013. Mais, compte tenu de l'absence de fiabilité

des statistiques vénézuéliennes, ces chiffres sont à prendre avec des pincettes.

L'Argentine, qui, depuis sa faillite en 2002, n'a plus accès au marché des capitaux et finance son déficit par de la création monétaire, n'est pas dans une situation aussi « catastrophique », mais l'inflation y reste très élevée : 10,9% selon les autorités, autour de 28% sur des instituts d'études privés.

## Le président vénézuélien Nicolas Maduro a annoncé une hausse de 10% des retraites et du salaire minimum

« Dans ces deux pays, l'interventionnisme de l'Etat a généré des distorsions énormes. Le contrôle des changes et des prix relève de modèles économiques qui ne marchent plus », estime M<sup>me</sup> Ordonez. Sans nier ces déséquilibres, parmi lesquels figure la quasi-disparition des réserves de change argentines, M. Quenan (Natixis) juge la situation économique moins grave en Argentine. « Le haut comité de la Banque centrale argentine a été renouvelé en novembre 2013. Les autorités essaient, par une dévaluation accélérée, de faire converger les taux de change, l'officiel et le parallèle, et s'efforcent d'imposer

une plus grande discipline budgétaire », précise-t-il. La première chose à surveiller, dans les mois prochains, sera la réponse qui sera apportée aux revendications salariales. Le gouvernement de centre-gauche a aussi imposé des mesures restées jusqu'ici inefficaces : au gel des prix de la grande distribution en 2013, s'est ajouté, le 1<sup>er</sup> janvier, le contrôle des prix de quelque 200 produits de consommation courante dans les supermarchés.

Avec son inflation à 5,9%, le Brésil ferait presque figure de bon élève. « Le pays a un problème d'inflation par les coûts ; les pénuries de recrutement y sont importantes et poussent les salaires et les prix à la hausse. Il souffre d'un manque d'investissement », estime François Faure, responsable des émergents et du risque pays à BNP Paribas.

Le développement brésilien est freiné par des goulets d'étranglement. Les capitaux ont afflué dans ce pays, le premier des BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud), et ils ont stimulé la demande. L'offre interne ne suit pas, faute d'investissement et de développement productif. Le resserrement monétaire en cours devrait aider à réduire l'inflation – mercredi 15 janvier, la banque centrale a relevé de 0,5%, à 10,5%, son taux directeur –, mais au prix d'une moindre croissance. ■

CLAIRE GUÉLAUD

# L'« enfer » des Argentins face à la flambée des prix

Le gouvernement a procédé à une importante dévaluation du peso, la devise nationale, et à l'assouplissement du contrôle des changes

**Buenos Aires**  
Correspondante

Plus d'une décennie après la débâcle de 2001, qui avait débouché sur l'un des plus importants défauts de paiement de l'histoire (75 milliards de dollars, soit 55,5 milliards d'euros), l'Argentine affronte une nouvelle crise financière.

Les prochaines semaines seront cruciales pour le gouvernement, qui a dévalué le peso, la devise nationale, de 13 % jeudi 23 janvier et assoupli partiellement l'accès des ménages aux dollars. Toute la question est de savoir si ces mesures permettront d'enrayer la fonte des réserves de change, désormais passées sous le seuil symbolique des 30 milliards de dollars.

A Buenos Aires, les prix flambent. Des produits alimentaires jusqu'aux biens électroménagers, en passant par les transports. Le quotidien est angoissant pour la grande majorité des Argentins qui doivent adapter leur budget à une inflation galopante (autour de 30 %), très loin des chiffres officiels (10 %).

Des produits de base ont disparu des gondoles des supermarchés. De nombreux commerçants n'affichent plus d'étiquettes sur des produits dont les prix s'envolent presque tous les jours. Certains clients, consternés, achètent un ou deux articles ; d'autres repartent, effarés, à la recherche de meilleurs prix.

« Cela fait une heure que je cherche des tomates », explique Alejandra Huerigo, une sexagénaire qui fait ses courses en banlieue. *J'en ai vu à 50 pesos* [4,62 euros] *le kilo, alors qu'elles étaient à 10 pesos en décembre 2013 !* Elle raconte que ses enfants s'organisent avec des amis pour louer une camionnette, une fois par mois, afin d'aller acheter directement au Marché central, où, sans intermédiaires, les prix sont plus avantageux.

**Tous ont en mémoire la récession violente de 2001, quand près de la moitié de la population est tombée dans la pauvreté**

« C'est l'enfer », résumait beaucoup de citoyens. Les chateaux de l'été austral ont mis en évidence les pénuries énergétiques d'un pays pourtant riche en gaz et en pétrole. Avec des températures de plus de 40 degrés, des milliers d'Argentins ont passé les fêtes de fin d'année sans eau ni électricité. Ces coupures se sont parfois poursuivies pendant plusieurs semaines.

Le tarif du billet de métro a doublé et celui du bus est passé de 2,50 à 6 pesos début janvier, alors que les trains et les autobus sont dans un état calamiteux.

La dévaluation du peso, à laquelle les autorités se sont résolues, contraintes et forcées, était réclamée par les exportateurs, désireux de vendre leurs produits à des prix plus compétitifs.

Par ailleurs, le contrôle des importations limite l'approvisionnement en pièces détachées de l'industrie et des PME, contraints de freiner leur production. Pas de clés, par exemple, chez le serrurier de quartier, car la plupart sont importées du Brésil. Dans les hôpitaux, le manque de prothèses et d'autres articles médicaux venant de l'étranger retardent des opérations. Le prix des médicaments devrait augmenter de 50 %.

Une des principales préoccupations de la population, qui n'a plus confiance dans le peso, est de s'approvisionner en billets verts. Traumatés par la crise de 2001 et les périodes d'inflation galopante qui ébranlent le pays depuis quarante ans, les Argentins épargnent en effet en dollars. Ils achètent des dollars « bleus », ce dollar parallèle que l'on s'échange au marché noir, dans les cuevas (« grottes ») clandestines dans l'arrière-boutique d'agences de voyages ou d'entités financières, ou carrément dans la rue, interpellés par les *arbolitos* (sapins de Noël), ces inconnus qui murmurent des taux de change alléchants aux oreilles des passants et des touristes, porteurs de devises. Le dollar officiel est à 8 pesos, le parallèle à 13.



Sur un marché de Buenos Aires, le 29 janvier. RODRIGO ARBY/AP

La présidente argentine, Cristina Kirchner, reproche aux grandes entreprises d'augmenter arbitrairement leurs prix et aux producteurs agricoles de ralentir la commercialisation des récoltes de soja, qui pourraient renflouer la banque centrale. Mais le pays, de l'avis de nombreux économistes, souffre des erreurs de politique du gouvernement péroniste qui n'a pas mis à profit les années 2003-2009 de forte croissance (plus de 7 % par an) pour diversifier l'économie du pays.

De nombreux Argentins ont en mémoire l'hyperinflation (4,924 % en 1989), qui a poussé l'ancien président Raul Alfonsín (radical) à abandonner le pouvoir sept mois avant la fin de son mandat. Et, pire encore, provoqué l'effondrement financier de 2001 qui a obligé l'ancien président Fernando de la Rúa

(radical) à s'enfuir en hélicoptère du palais présidentiel. A l'époque, la récession avait été extrêmement violente, avec près de la moitié de la population tombant dans la pauvreté. Des milliers d'Argentins avaient perdu leur épargne à cause du gel des avoirs bancaires, baptisé *corralito* (« petit enclos »), mis en place le 3 décembre 2001, pour stopper la fuite de capitaux et empêcher la faillite des banques.

La colère de la classe moyenne avait explosé, à la veille de Noël, avec une série de manifestations massives, parfois violentes, qui firent vingt-huit morts. La coutume de manifester en frappant sur des casseroles (*cacerolazos*) existe toujours, de façon plus isolée. Des *cacerolazos* ont ainsi retenti à Noël pour protester contre les coupures d'énergie.

CHRISTINE LEGRAND

# La faiblesse des taux d'intérêt anticipe celle de la croissance Faut-il avoir peur de la stagnation séculaire ?

**Michel Aglietta**  
*Economiste*

Un singulier débat fait rage aux Etats-Unis : la menace de la stagnation séculaire. Ce débat est important parce qu'il concerne tous les pays avancés.

Pourtant, il paraît insolite. L'économie américaine semble bien relancée. En 2013, le taux de croissance du produit intérieur brut (PIB) était aux environs de 2,5 % et le taux de chômage était redescendu en dessous de 7 %. La perspective pour 2014 est de 3 % de croissance. Comment est-il possible de douter de la persistance de ces bonnes dispositions dans un pays réputé pour son optimisme ? C'est que les anticipations des marchés financiers à l'horizon fin 2016, conformes aux perspectives de la Réserve fédérale américaine (Fed, banque centrale), ne pèchent pas par optimisme.

L'anticipation du taux directeur de la politique monétaire, fin 2016, qui est extraite de l'observation des taux d'intérêt nominaux à deux et trois ans, ne dépasse pas 2 %, soit un taux nul en termes réels, à supposer que le taux d'inflation retrouve sa cible de longue période. D'où la question : un taux réel aussi bas est-il compatible avec le retour de la croissance tendancielle de 2,5 % à 3 % aux Etats-Unis, ce qui était son rythme avant la crise ?

**Le taux d'intérêt réel va-t-il remonter vers 2,5 % ou 3 %, ou bien la croissance va-t-elle retomber à 1 % ou en dessous ?**

Le taux directeur nominal de la Fed est le pivot de l'ensemble des taux d'intérêt. Il se situe à zéro depuis cinq ans et demi, ce qui a entraîné un taux réel négatif sur la majeure partie de cette période. Or le taux d'investissement productif, qui a fortement baissé dans la crise, ne s'est jamais relevé. Il en a résulté une réduction de moitié des gains de productivité : 1 % en moyenne sur la période 2009-2013, contre 2 % pour la tendance d'avant-crise. Etant donné le retard accumulé, il faudrait que ce taux d'investissement remonte pendant plusieurs années pour retrouver la tendance d'avant-crise. La hausse du taux d'investissement créerait des besoins de financement qui feraient remonter les taux d'intérêt. Mais c'est précisément ce que les marchés financiers n'anticipent pas...

Certains économistes en tirent la conclusion suivante : en dépit d'un coût très faible du capital emprunté, le taux d'intérêt d'équilibre, qui inciterait à investir dans la production de manière à retrouver une croissance tendancielle de 3 % par an, est encore plus bas ! C'est pourquoi l'investissement productif ne repart pas à un rythme suffisant.

En effet, on n'investit que s'il est rentable de le faire. Bien des entreprises peuvent actuellement investir sans même emprunter, parce qu'elles ont des taux d'autofinancement supérieurs à 100 %, elles sont assises sur des réserves de cash. Pourtant, elles préfèrent les employer à autre chose qu'à investir : racheter leurs actions et distribuer des dividendes. Cela veut dire que la rentabilité anticipée des projets d'investissement productif n'est pas suffisante pour satisfaire les exigences financières des

actionnaires. C'est pourquoi l'engouement boursier que l'on observe depuis près de deux ans est largement déconnecté des perspectives de croissance.

Dans les époques de croissance soutenue, l'évolution à long terme du taux d'intérêt réel n'a été nettement inférieure au taux de croissance (c'est le cas des pays européens dans les années 1960) que parce que les taux nominaux étaient réglementés et parce que l'inflation se situait entre 3 % et 5 %. Mais ces conditions n'existent plus. Aux Etats-Unis, la Fed conduisait, avant la crise, sa politique monétaire selon l'hypothèse d'un taux réel d'équilibre de 2 %.

Tant que le taux d'intérêt ne remonte pas, l'hypothèse de la stagnation séculaire désigne une conséquence possible de la rupture de la relation de long terme entre taux de croissance et taux d'intérêt réel lorsque l'inflation est basse et stable. L'interrogation est la suivante : le taux d'intérêt réel va-t-il remonter vers 2,5 % ou 3 %, ou bien la croissance va-t-elle retomber à 1 % ou en dessous ?

Dans ce dernier cas, l'économie s'installe dans un régime de stagnation séculaire, comme le Japon à partir du milieu des années 1990. Cette anomalie ne peut durer sans une profonde transformation du système financier. Seule l'intervention permanente de la banque centrale dans les marchés financiers, en faisant varier la taille de son bilan pour maintenir en permanence des taux d'intérêt très bas, créerait des conditions équivalentes à celles de la finance réglementée.

Ben Bernanke, l'ex-président de la Fed, a fait la remarque suivante, lors d'un discours au Forum mondial des marchés financiers à Abou Dhabi, le 4 mars : « *Le bas niveau des anticipations des taux courts réels ne reflète pas seulement les anticipations d'une reprise cyclique lente par les investisseurs, mais aussi un affaiblissement des perspectives de croissance à long terme.* »

De nombreuses études ont montré comment un ralentissement cyclique prolongé de l'investissement se transforme en diminution du potentiel de croissance, par la dégradation de la qualité des facteurs de production : érosion de l'employabilité de la main-d'œuvre avec le chômage de longue durée, diminution du rythme du progrès technique incorporé au capital avec le ralentissement du renouvellement, innovation technologique handicappée par l'engourdissement des « esprits animaux », selon l'expression de l'économiste britannique John Keynes (1883-1946) qui désignait ainsi l'envie de prendre des paris d'entreprise sur l'avenir.

La politique monétaire ne peut influencer directement le rendement d'équilibre du capital. Dans tous les pays occidentaux, la solution la plus directe pour le faire remonter serait de lancer un vaste programme d'investissements publics tournés vers les infrastructures dans la perspective d'une politique climatique ambitieuse, mais aussi vers l'amélioration de la qualité des facteurs de production par les dépenses de recherche, d'éducation et de formation tout au long de la vie.

Ce qui n'empêche pas les politiques monétaires de garder la responsabilité de faire baisser les taux réels de marché en accroissant leurs cibles d'inflation. ■

**MICHEL AGLIETTA**  
est professeur émérite à l'université Paris-X et conseiller scientifique au Centre d'études prospectives et d'informations internationales

# Comment l'économie mondiale peut-elle échapper à des taux d'intérêt trop bas

**Barry Eichengreen**

Professeur d'économie et de sciences politiques à l'Université de Californie, à Berkeley

Deux des plus importantes institutions économiques de la planète, le Fonds monétaire international ainsi que le Trésor américain au travers de son ancien secrétaire, Larry Summers, ont récemment averti qu'il était possible que l'économie mondiale soit confrontée à une longue période de faiblesse des taux d'intérêt. En quoi est-ce une mauvaise nouvelle, et comment pouvons-nous y remédier ?

Ajustés à l'inflation, les taux d'intérêt baissent depuis trente ans, leur faible niveau encourageant les investisseurs en quête de rendement à prendre des risques supplémentaires. Cette faiblesse ne ménage que peu de marge de manœuvre aux banques centrales pour assouplir leur politique monétaire en période de ralentissement, dans la mesure où le taux d'intérêt nominal ne peut tomber au-dessous de zéro. Ils sont aussi symptomatiques d'une économie souffrante.

L'identification du problème, sans même évoquer la recommandation de solutions, exige d'en trouver les causes. C'est ici que les désaccords se font sentir entre économistes. Certains pointent du doigt la hausse de l'épargne globale, surtout attribuable à des marchés émergents ayant une forte tendance à l'épargne. Cela rappellera aux lecteurs le fameux argument d'un excès d'épargne mis en avant il y a près de dix ans par certains, tels les anciens présidents du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (Fed, banque centrale) américaine, Alan Greenspan et Ben Bernanke.

Mais il y a un hic dans cette argumentation : les données disponibles peinent à mettre en évidence cet excès d'épargne. Depuis 1980, celle-ci fluctue entre 22% et 24% du produit intérieur brut (PIB) de la planète, sans véritable tendance à la hausse ou à la baisse.

Bien que l'épargne globale ait dépassé 24% du PIB mondial en 2014, il est peu probable que la hausse se poursuive. L'épargne chinoise devrait baisser en fonction du ralentissement de sa croissance. Les autorités assouplissent la fixation des taux d'intérêt des banques de dépôt, tandis que l'économie se rééquilibre peu à peu en direction de la consommation. Cela se vérifie sur d'autres marchés émergents, dont les taux de croissance diminuent de manière semblable par rapport aux pics exceptionnels enregistrés à la fin des années 2000.

Cette même objection empirique s'applique aux argumentations consistant à expliquer la faiblesse des taux par la concentration croissante des revenus et richesses. Il n'est pas impossible que les plus aisés consomment une moindre part de leurs revenus, les récentes tendances en matière de répartition des revenus et richesses se révélant troublantes à bien des égards. Mais, pour affecter les taux d'intérêt à l'échelle planétaire, il faudrait que ces tendances se traduisent par une hausse de l'épargne mondiale. Or, rien ne le prouve.

Une autre explication au faible niveau des taux d'intérêt consiste à évoquer une pénurie de projets d'investissement attractifs. Mais ce diagnostic n'est pas celui des marchés boursiers, notamment américains, où les titres se négocient selon des prix record. Une telle explication s'inscrit en contradiction avec l'enthousiasme dont font preuve nombre de financiers vis-à-vis des nouvelles technologies.

Des économistes, partisans de Robert Gordon de l'université Northwestern (Illinois), relèvent que les plus formidables inventions ont bel et bien été accomplies par le passé, et cela indépendamment des diverses valorisations boursières. Le potentiel commercial du Net, et les projets entourant par exemple le génome humain ou la robotique, fait en effet pâle figure en comparaison avec celui des filatures, du moteur à vapeur ou encore de la plomberie intérieure.

Il convient d'observer que les sceptiques de la technologie évoluent dans l'erreur depuis deux cents ans. Bien que nous ne soyons pas en mesure de connaître à l'avance les inventions futures qui généreront le plus fort rendement, nous pouvons être sûrs qu'il en existera.

D'autres encore, telle la présidente de la Fed, Janet Yellen, suggèrent que l'investissement et les taux d'intérêt seraient en baisse en raison des dégâts causés à l'économie et à la main-d'œuvre au cours de la grande récession. Plus précisément, les compéten-

tes des entreprises seraient confrontées à une demande inadéquate en direction de leurs produits, ainsi qu'à une pénurie d'employés qualifiés au sein des équipes de leurs chaînes de montage. Il en résulterait une faible dépense en capital, l'une des anomalies les plus problématiques de la reprise actuelle, qui expliquerait elle-même un certain nombre d'aspects troublants de cette relance, de la lenteur de la croissance à la faiblesse des taux d'intérêt.

Cette argumentation explique la faiblesse des dépenses en capital et celle des taux d'intérêt ces trois dernières années, mais elle ne répond pas à la question de savoir pourquoi ces dépenses en capital ont été insuffisantes pour empêcher une tendance baissière des taux depuis plus de trente ans. Ici, la seule explication encore valide réside dans la réorientation de l'activité, vers des formes moins intensives en capital, passant de l'industrie vers les services.

Si les causes sont multiples, les remèdes le sont aussi. Il conviendrait de mettre en œuvre des mécanismes d'incitation fiscale pour permettre aux entreprises d'embaucher des chômeurs de longue durée, de mobiliser davantage la dépense publique en faveur des infrastructures, de l'enseignement, et de la recherche, afin de compenser le déficit des dépenses privées en capital, ainsi que de fixer de plus fortes exigences capitalistiques pour les banques, en parallèle d'un renforcement de la réglementation des institutions financières non bancaires, afin de les dissuader de prendre des risques excessifs.

Enfin, il conviendrait pour les banques centrales de fixer des objectifs d'inflation plus élevés, ce qui leur conférerait une plus grande marge de manœuvre dans la réduction des taux d'intérêt nominaux, en cas de ralentissement futur. Tout cela, Janet Yellen ne peut pas le clamer haut et fort, puisqu'elle doit affirmer sa volonté de lutter contre l'inflation. C'est pourtant ce qu'impliquent ses arguments. ■

Traduit de l'anglais par Martin Morel  
© Project Syndicate, 2014

**Les banques centrales devraient fixer des objectifs d'inflation plus élevés, ce qui leur donnerait une plus grande marge de manœuvre**

ces et le moral des chômeurs de longue durée s'en seraient trouvés érodés. Isolés du marché du travail, ils ne disposeraient que de revenus insuffisants pour pouvoir dépenser. De plus, stigmatisés par ce chômage de longue durée, ils ne seraient pas considérés comme des employés attractifs.

# L'euro fort : fausses frayeurs et vrais dangers



CHRONIQUE

Jean Pisani-Ferry

Institut Bruegel

**L**es dirigeants français, François Hollande en tête, s'alarment de la remontée de l'euro. Leurs homologues allemands rétorquent qu'il n'est pas surévalué. Qui a raison ? L'affaire est assez compliquée pour mériter une réponse en plusieurs temps.

Un, que disent les chiffres ? A 1,35 dollar pour 1 euro, la monnaie européenne est encore très en dessous des 1,55 dollar du printemps 2008. Vis-à-vis des vingt premiers partenaires de la zone euro, et correction faite des inflations relatives, le change est nettement plus bas qu'en 1994-1996 ou en 2006-2008. Berlin a raison : il n'y a pas le feu.

Deux, quelle est la tendance ? Jusqu'aux déclarations du président de la Banque centrale européenne (BCE) Mario Draghi, le 7 février (voir la « citation » ci-dessous), l'appréciation était nette : en juillet 2012, l'euro était à 1,20 dollar. Le redressement s'explique en partie par le regain de confiance dont bénéficie la zone euro, et le retour des capitaux qui l'avaient fuie. La sous-évaluation reflétait des anticipations d'éclatement de l'union monétaire. Ne regrettons pas qu'elle se corrige.

Trois, y a-t-il un risque de guerre des monnaies ? C'est vrai, la crise a changé les banques centrales. A l'automne 2011, la Banque nationale suisse a fixé un plafond au taux de change contre l'euro. En décembre 2012, la Réserve

fédérale américaine (Fed) a annoncé qu'elle maintiendrait les taux d'intérêt à zéro aussi longtemps que le taux de chômage resterait supérieur à 6,5%. En janvier, le premier ministre japonais, Shinzo Abe, a sommé la Banque du Japon d'atteindre 2% d'inflation. Il a demandé au gouverneur de venir lui rendre compte trimestriellement de ses résultats.

Et la semaine dernière Mark Carney, qui prendra en juillet les rênes de la Banque d'Angleterre, a déclaré que les concepts actuels de politique monétaire méritaient un débat. Aucune de ces décisions ne rompt formellement avec le primat de la stabilité des prix qui domine depuis les années 1980, mais toutes reflètent la montée d'autres préoccupations et l'acceptation d'un certain risque d'inflation des prix des biens ou des actifs.

**La zone euro possède une économie coupée en deux, entre un Nord prospère qui tutoie le plein-emploi et un Sud en profonde récession. Cela ne peut pas durer très longtemps**

Quatre, la zone euro va-t-elle payer le prix de l'orthodoxie ? Face à la crise financière, puis à celle de l'euro, la BCE a démenti les caricatures en se montrant audacieuse. Mais si elle n'a pas hésité à fournir de la liquidité aux banques et à combattre la fragmentation de la zone euro, elle s'est montrée plus traditionaliste en matière de stimulation macroéconomique. L'accroissement de la taille de son bilan ne doit pas tromper : il ne vise pas, comme pour la Fed, à relancer l'économie, mais à pallier la défaillance du marché interbancaire. En termes techniques, la BCE mène une politique de liquidité hétérodoxe mais sa politique monétaire reste plutôt orthodoxe. D'ailleurs plus l'action qu'il conduit pour préserver l'intégrité de la zone euro est

contestée par les faucons de la Bundesbank, plus Mario Draghi est contraint de se montrer strict sur le front de l'inflation. D'où un risque sur le change, face à d'autres banques centrales aujourd'hui moins sourcilieuses.

Cinq, un euro surévalué serait-il grave ? Comme beaucoup d'économies continentales, la zone euro est relativement peu ouverte : elle exporte et importe de l'ordre d'un quart de son produit intérieur brut. L'impact des variations du change est donc limité. Cependant c'est une économie coupée en deux, entre un Nord prospère qui tutoie le plein-emploi et un Sud en profonde récession. Cela ne peut pas durer très longtemps. Or, Zsolt Darvas, de Bruegel, et Gian Maria Milesi Ferretti, du Fonds monétaire international, ont l'un et l'autre montré que le redressement du Sud ne pouvait pas seulement s'opérer vis-à-vis du Nord : pour résorber leurs déficits et reconstruire leur économie, l'Espagne ou l'Italie – la France aussi – ont besoin d'exporter davantage vers l'extérieur. Un euro à 1,50 dollar mettrait ce rééquilibrage en risque.

Six, que faire ? L'idée d'une politique de change de l'euro qui surplomberait la politique monétaire est un vieux fantasme français auquel l'Allemagne a torqué le cou dès le premier jour : la primauté de l'objectif interne sur l'objectif externe est constitutive de l'euro. Des déclarations du G7 ou du G20, voire des interventions concertées sur les marchés, ne peuvent être efficaces que si elles corrigent des perceptions erronées ; elles ne serviront à rien si l'anticipation de divergence des politiques monétaires est justifiée.

Le vrai espoir est d'abord que la BCE prenne en compte le change dans son appréciation des risques économiques. Elle peut encore baisser les taux, et Mario Draghi ne l'a pas exclu. Il est ensuite que les banques centrales s'accordent sur le degré acceptable de différenciation de leurs politiques, mais restent suffisamment cohérentes entre elles pour ne pas laisser de place à une guerre des monnaies. C'est moins sûr. Car si elles ont su se coordonner depuis plus de vingt ans, ces institutions sont toutes politiquement affaiblies. Entre elles, comme au sein d'un G20 en voie de déliquescence accélérée, le ciment de la coopération internationale se délite. Là est le vrai danger. ■