



ACCIDENT DE VITESSE

À PROPOS DE L'INFORMATISATION DE LA MONNAIE ET DE LA FINANCE

PHILIPPE LEMOINE *

Le virage vers la nouvelle économie s'est traduit par un renversement brutal du principe qui caractérisait les stratégies d'entreprises depuis 20 ans : le principe de rétention de la valeur. Du milieu des années 1970 au milieu des années 1990, l'optique des grands secteurs industriels avait été de rétrocéder le moins possible les gains de productivité sous forme de baisse de prix au consommateur final. À l'image de l'industrie informatique confrontée à la loi de Moore (division par 2 du coût d'une même performance tous les 18 mois), chacun s'était lancé dans une approche protectrice de la valeur qui passait par un flux continu d'innovations dans les fonctionnalités des biens et par une hypervalorisation des marques, de manière à justifier une non-baisse des prix. L'arbitrage ne se faisait en faveur ni du client ni du salarié, mais de l'actionnaire : c'était la *shareholder value*.

À compter de 1995, l'extension d'Internet et d'une nouvelle génération de technologies d'information (TI) a changé la donne. Une nouvelle poussée de productivité se dessinait, principalement orientée sur les fonctions d'échange, plus que de production ou de gestion. Dans le commerce électronique en rapide développement, il est apparu que les modèles gagnants étaient des modèles fondés sur l'accélération de la rotation des stocks et sur le siphonage des poches de rétention de la valeur, en amont des filières. Ce modèle d'intermédiation est un modèle fondamentalement orienté vers le service : les clients retrouvent une liberté, les intermédiaires ayant peu de stock et étant peu incités à orienter les ventes vers tel ou tel produit. En liaison avec toutes les fonctionnalités qu'Internet mettait entre les mains du client final (accès

17

* Président de LaSer et co-président du Groupe Galeries Lafayette.



à l'information, navigation souple, comparaison de prix et de fonctionnalités, gain de temps...), les règles de la compétition basculaient ainsi d'une logique « poussée » de rétention à une logique « tirée » de rotation.

Le résultat de cette bascule est connu : c'est la chute du taux de profit des grandes entreprises américaines. Alors que les marchés financiers avaient voulu croire que les gains de productivité se traduiraient, comme dans la période de rétention, par une envolée des profits, les entreprises américaines connaissaient exactement l'inverse, les gains se transformaient en baisse de prix et en restitution au client final. Le slogan de la bulle Internet : *the winner takes it all*, se transformait en un constat : *the consumer takes it all*¹. Le e-krach doit d'ailleurs être analysé dans ces termes. À l'origine du dégonflement brutal de la bulle Internet, la question n'est pas que l'on se serait aperçu qu'Internet ne marchait pas. Ce dont les marchés s'étaient aperçus c'est que les conséquences de cette vague technologique n'étaient pas celles sur lesquelles ils avaient misé.

Au-delà de ce constat, une inquiétude est apparue qui domine aujourd'hui la sphère financière : le spectre de la déflation. La grande question est de savoir si le niveau général des prix peut durablement baisser, entrant dans un cycle totalement différent de celui que le monde occidental connaît depuis plusieurs décennies, marqué par la lutte incessante contre l'inflation. Des questions oubliées refont ainsi surface. Quels sont les liens entre le couple inflation/déflation et le couple croissance/récession ? Peut-on, à l'inverse de l'ancienne stagflation, connaître une récession courte et une déflation longue ? Est-il impossible que la déflation des biens cohabite avec l'inflation des actifs ? Ces questions anciennes retrouvent une actualité mais dans un contexte nouveau où les technologies d'information transforment les sphères monétaires et financières. Comme ce numéro de la *Revue d'économie financière* l'explique, les TI changent en profondeur les instruments monétaires, les instruments financiers, les rapports entre les deux ; et également les marchés monétaires, les marchés financiers ainsi que les rapports entre eux, instruments, marchés mais aussi, de surcroît, acteurs et modes de régulation.

L'interprétation couramment admise de tous ces bouleversements c'est que l'on assiste à une monétarisation croissante de l'échange, à une financiarisation poussée de l'économie, à une sophistication sans limites du jeu des acteurs. Sans bloquer les évolutions technologiques, les autorités de marché et les Banques centrales devraient, selon cette vision, s'inspirer en quelque sorte du « principe de précaution ». Il s'agirait d'encadrer la monnaie électronique pour éviter que des nouveaux entrants créent l'imprévu et de renforcer les ratios prudentiels pour conjurer les risques systémiques liés à une inadaptation des normes comptables aux nouveaux instruments de gestion indicielle et aux



produits dérivés. En reflet des débats qui prennent forme dans la société, la sphère financière et monétaire devrait aussi apprendre à conjuguer la « société de l'information » et la « société du risque ». Moyennant quoi, ces deux orientations se contrebalançant l'une l'autre, les vraies questions continueraient d'être les questions de la modernité d'hier, celles de la lucidité, du courage politique et de la décision, du type : « Quand la BCE aura-t-elle le courage, comme l'a fait la Fed, de baisser drastiquement les taux d'intérêt ? »

Même s'il y a derrière tout cela beaucoup de constats justes, on ne peut pourtant pas en rester à cela. L'intérêt d'un travail comme celui qui a été mené par la *Revue d'économie financière*, c'est de permettre d'aller plus loin dans la compréhension fine des évolutions en cours et de se poser des questions qui débordent le cadre habituel des analyses. Il n'est pas sûr en effet que la responsabilité des politiques en ce domaine se limite au jeu de l'anticipation technologique et de la prudence réglementaire. Tout particulièrement en France et en Europe, trois points devraient retenir l'attention.

L'IMPÉRATIF D'ACCÉLÉRER LA ROTATION DU CAPITAL

Ce point est essentiel car il conditionne nos capacités de croissance économique pour les années à venir. Nous avons montré par ailleurs que le niveau des stocks dans l'économie était aujourd'hui aussi élevé en Europe qu'au lendemain de la guerre, malgré des décennies de tertiarisation de l'économie². En France, les stocks seraient même plus élevés qu'il y a cinquante ans, avec un excédent d'environ 10 points du ratio stocks/PIB par rapport aux pays les plus informatisés (Japon, Canada, progressivement rejoints par les États-Unis). Se libérer d'un tel handicap, aurait un double effet bénéfique pour la croissance. D'une part, il s'agirait d'une incitation forte à investir, avec une accélération rapide de la rentabilité des projets d'investissement par rapport aux capitaux engagés. D'autre part, une telle réduction des stocks libérerait des ressources inutilement mobilisées qui viendraient harmonieusement financer cette accélération des flux d'investissement.

Pour les politiques monétaires et financières, une telle orientation pose de délicats problèmes de transition et d'accompagnement. Favorisée par la nature des technologies actuelles d'information et de communication, l'accélération peut être d'autant plus brutale que nous avons ce gisement de surstock à résorber et que la France dispose par ailleurs d'un fort potentiel de rattrapage sur de nombreux plans. Si nous accroissons le poids de la sphère marchande dans l'économie ; si nous accroissons le taux d'activité des 20-65 ans pour combler une partie du retard qui s'est accumulé par rapport aux États-Unis dans le travail masculin



(5-6 points) et plus encore féminin (12-13 points) ; si nous dopons la consommation, en facilitant par exemple l'accès au crédit à la consommation pour une part plus large de la population (environ 40 % de la population est aujourd'hui exclue du crédit en France, par le cadre réglementaire), alors il ne fait pas de doute que des « pompes » puissantes vont fonctionner pour accélérer la circulation des actifs.

Une question est alors de savoir si les instruments monétaires accéléreront leur rythme de circulation, au même rythme que s'accroîtra la vitesse de rotation des actifs.

LA NÉCESSITÉ DE CLARIFIER LA QUESTION DE LA VITESSE DE CIRCULATION DE LA MONNAIE

Dans la théorie monétariste classique, le niveau général des prix est le produit de deux facteurs : la masse monétaire multipliée par la vitesse de circulation de la monnaie. En pratique, la diversification des instruments monétaires rend toutefois extrêmement difficile de mesurer cette notion de « vitesse de circulation ». Les autorités monétaires se contentent de distinguer trois types de masses (M1, M2, M3) et de fixer des objectifs différenciés de croissance de ces masses. Pourtant, la notion de vitesse de croissance d'une masse n'a rien à voir avec celle de vitesse de sa circulation.

Il y a aujourd'hui un vrai danger à laisser subsister ce « trou noir » théorique. Le risque est de se tromper sur l'évolution spontanée que connaît cette vitesse. Avec les réseaux qui véhiculent l'information « à la vitesse de la lumière », on pourrait croire que la monnaie circule de plus en plus vite. Or, il semble que ce ne soit pas du tout cela qui se produise. Ce qui paraît se produire, c'est un divorce croissant entre un ralentissement de la circulation de la monnaie dans l'économie réelle et une accélération de son démembrement dans l'économie financière.

Dans l'économie réelle, là où s'ajustent les flux de production, de consommation et d'investissement, la circulation de la monnaie a tendance à décélérer. Le salariat s'est étendu à une très large part de la population et la quasi-totalité des salariés est mensualisée. Une part croissante du revenu disponible est consacrée aux loyers et à des services payés mensuellement ou trimestriellement. L'extension du paiement par carte avec différé de paiement aligne une part substantielle des achats de biens sur ce rythme mensuel de circulation de la monnaie. Le flux de ce qui se règle à l'acte, à l'heure, à la journée ou à la semaine devient progressivement résiduel.

À l'inverse, dans l'économie financière, le volume des flux quotidiens ne cesse de s'accroître, atteignant des volumes sans rapport avec celui des flux réels qui en sont le sous-jacent. Mais cette croissance de la masse



correspond moins à une accélération de la vitesse de circulation de la monnaie qu'à une accélération de sa vitesse d'explosion. Tout se passe comme si les différentes fonctions de la monnaie (unité de compte, instrument d'échange, véhicule de conservation de la valeur) cessaient de faire corps. Face à une montée des risques financiers, chacune de ces fonctions fait l'objet de recherche de contreparties. Des contrats sont ainsi de plus en plus systématiquement passés, en complément d'une transaction réelle, pour se « couvrir » des risques de change, des risques de taux, des risques de liquidité... Chaque contrepartie gérant à son tour le risque pour lequel elle est ainsi rémunérée, en démembrant et en neutralisant à son tour les risques dérivés auprès de nouvelles contreparties. Et cela parfois plusieurs fois par jour, voire plusieurs fois par heure.

Au moment où il faudrait accompagner une accélération de la rotation des actifs dans l'économie, la circulation de la monnaie est confrontée à un grave accident de vitesse. Une partie de la masse monétaire ralentit ; une autre s'emballe, selon un processus proche de la réaction nucléaire en chaîne. Que peuvent les autorités compétentes pour réguler le mouvement ?

LE BESOIN D'ACTUALISER LES MISSIONS DES BANQUES CENTRALES

21

Les autorités monétaires et financières de tous les pays développés sont ainsi confrontées à une nouvelle donne. D'un côté, il leur faut favoriser une accélération des actifs ; de l'autre, elles ne peuvent pas s'appuyer aisément sur l'instrument monétaire. Pour les banques centrales en particulier, il y a là une configuration qui demande d'actualiser fortement les cadres de l'action. C'est précisément ce qu'a compris la Banque de France qui vient d'engager la publication d'une excellente *Revue de la stabilité financière* dont le premier numéro est largement consacré à certains des thèmes que nous venons d'évoquer : impact de la nouvelle économie, baisse du taux de profit des entreprises américaines, origine du e-krach, influence croissante de la monnaie dans l'équilibre des marchés financiers...³

Une question qui devrait être réintroduite dans l'analyse est celle de l'action des Banques centrales elles-mêmes. On peut en effet se demander quelle a été la nature de cette action face au divorce croissant entre les perspectives monétaires de l'économie réelle et celles de l'économie financière. Dans un chapitre très stimulant d'un ouvrage collectif⁴, Patrick Artus pose ainsi la question de savoir si la Fed n'a pas délibérément mené au cours des dernières années une politique anti-inflationniste dans l'économie réelle et favorable à la formation de bulles dans l'économie financière. Au lieu de combattre le « dualisme » monétaire, la



Fed aurait ainsi cherché à l'utiliser pour faire circuler la valeur dans l'économie réelle, tout en attirant des capitaux extérieurs, indispensables pour combler le déficit du commerce extérieur, en encourageant une valorisation croissante des actifs américains, et notamment de la Bourse.

Aujourd'hui, les risques de la déflation conduisent la Fed et les pouvoirs publics américains à mener une politique sensiblement différente. Mais, au fond, la perspective reste la même. En renchérissant les importations, la politique du dollar faible permet à l'économie réelle d'éviter le risque d'une spirale déflationniste trop rapide. Parallèlement, la baisse du dollar vient corriger la survalorisation de la Bourse américaine pour les investisseurs étrangers. Contrairement à ce qui s'est passé en Europe, les marchés financiers américains sont restés en effet très chers. Aux cours actuels, le PER moyen reste de l'ordre de 25. Aussi la baisse du dollar évite-t-elle à ces marchés de perdre totalement leur attractivité extérieure.

Si cette analyse est exacte, ceci devrait conduire les Banques centrales européennes à avoir leur propre réflexion et à ne surtout pas s'aligner sur la Fed. Celle-ci a en effet trouvé un mode d'accompagnement du virage vers la nouvelle économie, adapté à l'équation américaine. Une politique monétaire et financière favorable à la nouvelle économie devrait se donner en Europe des priorités presque inverses. D'une part, dans l'économie réelle, nous devons faire face à la priorité claire d'accélérer la rotation du capital. Ceci suppose probablement d'être plus incitatif et de lever un peu le pied par rapport à toutes les approches « encadrantes » qui entourent les nouveaux instruments de paiement. Laisser la monnaie électronique traiter des unités de comptes anonymes qui puissent excéder 150 euros ne serait tout de même pas prendre des risques démesurés !

D'autre part, dans l'économie financière, nous nous sommes beaucoup trop enfoncés dans le *stop and go*. Un des mystères est d'ailleurs de savoir comment la France a fait pour connaître une aussi forte bulle Internet, avec aussi peu d'Internet dans son économie ! Le CAC 40 a en effet grimpé puis chuté au même rythme que le Nasdaq. Mais contrairement au Nasdaq, il n'est pas un indice spécialisé sur la *high tech*. Il eut été plus logique et plus favorable qu'il connaisse les évolutions plus modérées du Dow Jones. Aujourd'hui, nous voyons la BCE purement et simplement renoncer à fixer des objectifs en matière d'évolution de M3. Est-ce le signe que l'inflation ou la déflation des actifs n'est plus un sujet que l'Europe considère comme de son ressort ? Ne faudrait-il pas plutôt s'employer à conforter la valeur des actifs financiers européens, aujourd'hui dévastés ?

Rotation des actifs, vitesse de circulation de la monnaie, rôle des Banques centrales : tels sont trois sujets clés sur lesquels il faudrait



poursuivre la réflexion sur la base du dossier rassemblé par la *Revue d'économie financière*. Faute de cette réflexion, l'Europe pourrait connaître fracas, victimes et embouteillages monstrueux comme il s'en produit dans les accidents de vitesse, dans les drames de la circulation.

NOTES

1. HSBC « The winners and the losers of the new economy. The consumer takes it all », may 2002.
2. Philippe Lemoine « Sept thèses sur la nouvelle économie » in *La nouvelle économie et ses paradoxes*, Cahier LaSer n°3, 2000.
3. Banque de France *Revue de la stabilité financière*, n°1, novembre 2002.
4. Patrick Artus « Les banques centrales ont-elles sciemment provoqué l'apparition de bulles dans l'économie? », in *Les marchés financiers sont-ils rationnels?*, Cercle des économistes, Descartes, octobre 2002.

