

BULLES ET CRISES FINANCIÈRES : L'EURO DANS DIX ANS

DANIEL COHEN *

L'euro a traversé avec brio une crise que l'on peut qualifier comme la première du XXI^{ème} siècle. Sans ciller, la Banque centrale européenne (BCE) s'est portée au secours du marché interbancaire dès la crise du 8 août 2008, n'hésitant pas ensuite à prendre une série de mesures non conventionnelles pour alimenter en liquidités le système financier. Au-delà de l'exploit technique, le match silencieux entre la Federal Reserve et la BCE sur le degré de réactivité nécessaire de la politique monétaire a tourné à l'avantage de cette dernière, à l'heure où les années Greenspan, hier *maestro* de l'ordre monétaire, sont désormais interprétées comme la cause de la crise.

109

Toutefois, la BCE ne sera pas épargnée par la remise en question du paradigme dominant auparavant. Hier, toute politique qui ne remettait pas en cause la lutte contre l'inflation était *a priori* légitime. Aujourd'hui, la question cruciale est devenue celle de la surveillance non seulement de l'inflation tout court, mais également de celle des actifs financiers. L'idée selon laquelle la lutte contre l'inflation suffit comme mandat aux autorités monétaires vient de faire faillite. Un monde nouveau est né, dont la crise est la première manifestation et qu'il faut comprendre.

Reprenons. La grande rupture du XXI^{ème} siècle est celle de la mondialisation. Elle permet aux pays émergents de s'industrialiser, ce qui produit deux effets de sens contraire : baisser le prix des produits

* Professeur, École normale supérieure ; vice-président, École d'économie de Paris ; directeur, Centre pour la recherche économique et ses applications (CEPREMAP).

industriels et monter le prix des matières premières. Grâce à la mondialisation, les gens payent de moins en moins cher leurs achats de produits nouveaux - écrans plats et iPod - et de plus en plus cher leurs dépenses de base - se chauffer, se nourrir, se déplacer. Dans les années 1970, la hausse du pétrole avait cassé la croissance, engendrant un mal nouveau : la stagflation. Les salariés avaient réclamé et obtenu des augmentations pour compenser le renchérissement de l'énergie, provoquant une accélération de l'inflation. C'est de cette période qu'est né le paradigme qui allait nourrir l'ambition des banques centrales : être les gardiens de la crédibilité monétaire, éviter que la spirale prix/salaire ne s'emballé. Le modèle caractéristique de cette période est celui de Barro et Gordon qui montrent comment une banque centrale privée de crédibilité débouche sur le pire des mondes, celui de la stagflation, associant chômage élevé et inflation forte.

Pourtant, dans les années 2000, l'inflation est restée maîtrisée. La baisse des prix industriels et l'érosion du pouvoir de négociation des salariés ont cassé l'inflation salariale. Les excédents pétroliers n'ont pas été laminés par l'inflation, comme dans les années 1970 ; ils ont erré dans l'économie mondiale à la recherche de placements rémunérateurs. La financiarisation du monde doit en partie à cette évolution. Les pays exportateurs de matières premières font sortir leurs richesses souterraines qu'ils transforment en richesses financières.

110

Sur fond de cette tendance générale, un problème additionnel s'est greffé. C'est celui qui est spécifiquement posé par la Chine, grand exportateur de produits industriels et consommateur hors normes de matières premières. Ce pays-continent ajoute un déséquilibre de plus. Inquiet par son absence de protection sociale, son vieillissement attendu, ses salaires insuffisants, le pays épargne beaucoup, presque 50 % de son revenu, générant des excédents commerciaux aberrants. La Chine produit ainsi une espèce de « trou noir ». À l'image des pays exportateurs de matières premières et bien qu'elle en soit importatrice, la Chine fait flotter des liquidités considérables dans l'économie mondiale.

Tel est le cadre dans lequel il faut apprécier la crise des *subprimes*. Les excédents pétroliers et chinois ont cherché des contreparties. Wall Street les a fournies en inventant, au mépris du long terme, des moyens inédits d'endetter l'Amérique. Imputer la crise à la politique monétaire trop laxiste menée aux États-Unis par Alan Greenspan au début des années 2000 n'est pas suffisant. La toile de fond est beaucoup plus vaste. Les liquidités abondantes représentent la manifestation des nouveaux déséquilibres du monde : les *global imbalances* ont remplacé la stagflation.

Imaginer un monde hyperliquide mais sans inflation est difficile.

Mais si l'on tient que l'inflation est prioritairement un phénomène salarial plutôt que monétaire, ce dont attestent les modèles de Barro et Gordon venus directement des idées de Friedman sur la courbe de Phillips, alors la question de l'inflation du prix des actifs devient la clé de la régulation d'un modèle où les liquidités se retrouvent sur les marchés financiers. Les idées en ce domaine restent balbutiantes, mais il devrait être clair qu'un seul instrument, le taux d'intérêt, ne peut pas suffire à deux objectifs : l'inflation tout court et l'inflation du prix des actifs. Les autorités monétaires doivent disposer d'un instrument supplémentaire, par exemple le contrôle des normes prudentielles des établissements financiers pour veiller à ce qu'elles soient véritablement contracycliques. Une panoplie d'instruments existe ; par exemple, celui qui consiste à modifier au cours du cycle la gamme des instruments qui peuvent être refinancés par la banque centrale. Cet élargissement des missions et des instruments de la politique monétaire est la véritable question débattue implicitement à l'heure actuelle.

Le monde hyperliquide qui va se reconstituer à grande vitesse dans les années à venir va créer des bulles financières nouvelles. Plusieurs scénarios sont possibles. Une bulle sur les matières premières serait la pire de toutes, dans la mesure où elle créerait un phénomène auto-entretenu qui augmenterait les excédents des pays exportateurs. Une bulle sur les places asiatiques serait une autre possibilité qui pourrait contribuer à résoudre les *global imbalances*, mais au prix d'une instabilité qui ferait de Pékin la prochaine victime du monde hyperliquide.

À l'aune de ces questions, quel sera l'euro dans dix ans ? « La mauvaise monnaie chasse la bonne », disait la loi de Gresham. Il est possible que l'enjeu des dix prochaines années soit l'inverse. La confiance en la monnaie change de nature. Les monnaies ne vont plus être seulement des « numéraires » *a priori* interchangeables, ce qui pousse à n'en choisir qu'un seul, mais des clés d'entrée dans des systèmes financiers complexes. Le monde multipolaire en cours de formation devrait donc pousser à une montée du rôle de l'euro sur la scène internationale. Le risque est évidemment que la monnaie européenne, offrant une solution de rechange à un dollar fragilisé par ses excès passés, ne finisse par être durablement surévaluée. Elle serait victime à son tour de ce monde de bulles financières récurrentes, dont la maîtrise constituera bel et bien le premier défi des autorités monétaires (européennes) dans les (dix ?) années à venir.

