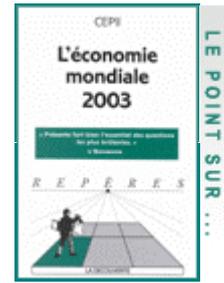


Le renouveau de la monnaie

Michel Aglietta*



p. 91-106

Les controverses sur la nature de la monnaie se poursuivent depuis des siècles. Pour les uns, la monnaie est externe au monde de la production. C'est une marchandise particulière dont l'offre est exogène. Pour les autres, elle est la contrepartie du crédit qui est indispensable à la production. Elle est donc interne. Son offre est endogène. L'enjeu n'est pas que de pure théorie parce que la monnaie est un levier de l'action collective pour réguler la macroéconomie. C'est pourquoi les idées théoriques sur la monnaie et les principes de la politique monétaire s'influencent réciproquement. Lorsqu'une doctrine monétaire inspirée d'une conception de la monnaie rencontre des difficultés persistantes d'application, le besoin de changer de doctrine finit par ramener au premier plan la conception opposée.

Les vingt dernières années ont connu un tel basculement. La doctrine qui s'appuie sur la théorie quantitative de la monnaie externe, triomphante dans les années soixante-dix, a cédé du terrain. La reformulation des principes de la politique monétaire est un guide pour comprendre le débat contemporain sur la nature de la monnaie.

Le destin funeste du monétarisme

Pendant la période inflationniste, grosso modo de 1968 à 1980-1982, la monnaie a fait parler d'elle sous une forme devenue familière aux économistes : sa quantité. Le débat monétariste faisait rage. Mais son support théorique et son enjeu étaient simples, voire simplistes. Il était supposé que les individus ont une demande de monnaie présentant les mêmes caractéristiques formelles que tout autre bien. Cette demande est déterminée en termes réels et c'est une fonction stable de la richesse des individus et du coût d'opportunité à détenir la monnaie. Arguant de la stabilité de cette fonction, on postule un canal direct de transmission de la monnaie à l'économie. Si la quantité réelle de monnaie disponible est supérieure à la demande désirée, la tentative des individus de dépenser l'excès d'offre de monnaie se répercute, en sens inverse, sur les autres marchés (de biens et de facteurs) par des déséquilibres d'excès de demande. L'ajustement des marchés corrige ces déséquilibres. Il y a hausse des prix de tous les biens, donc du niveau général des prix, c'est-à-dire baisse de la valeur de la monnaie jusqu'à ce que l'équilibre soit rétabli sur tous les marchés ; il l'est lorsque la hausse du niveau général des prix a complètement absorbé l'excès d'offre nominale de monnaie [Patinkin, 1972].

* Michel Aglietta est professeur à l'université de Paris-X-Nanterre et conseiller scientifique au CEPII.

C'est en ce sens que la théorie quantitative de la monnaie affirme que l'inflation est un phénomène monétaire. La préconisation de politique monétaire en découle directement : il faut contraindre l'offre de monnaie à évoluer comme la demande réelle de monnaie désirée par l'ensemble des agents économiques pour garantir la stabilité des prix.

Toutefois, la réalisation de ce principe se heurte à des difficultés qui ont nourri le débat de politique monétaire. Si, en effet, les prix nominaux ont des rigidités ou si les prix d'équilibre ne sont pas correctement anticipés, l'ajustement des marchés entraîne des dynamiques complexes des quantités et des prix. C'est ainsi que l'ajustement s'avère coûteux si la masse monétaire augmente trop vite. Lorsque la banque centrale veut la ramener sur une tendance inférieure, il en résulte un choc récessif. Le retour de l'inflation vers un rythme plus bas provoque une hausse temporaire du chômage qui est d'autant plus longue et d'autant plus forte que les prix sont plus rigides ou que les anticipations sont plus inertes.

Parmi les marchés incriminés, le marché du travail a eu une place de choix parce que le salaire est l'élément principal du coût de production et que le marché du travail est, par excellence, celui de la rigidité. L'existence de contrats salariaux révisés périodiquement entraîne *ipso facto* une rigidité des salaires. Lorsque les salaires progressent à un rythme inférieur à celui des prix de vente, les entreprises voient leurs profits s'accroître et augmentent leur demande de travail. La hausse de l'emploi permet en retour la hausse des salaires. C'est pourquoi on observe une relation décroissante entre l'augmentation du salaire nominal et le taux de chômage. C'est la courbe de Phillips.

Pendant, si la hausse des prix est plus rapide qu'elle n'avait été anticipée dans les contrats salariaux, elle provoque, certes, une baisse du chômage, mais elle conduit aussi à réviser ces contrats de manière à incorporer l'inflation plus forte. Cela annule la hausse des profits qui s'avère transitoire. Le chômage revient au niveau qu'il avait avant la hausse des prix : la courbe de Phillips s'est déplacée vers le haut dans des zones d'inflation plus élevée.

À long terme, lorsque les anticipations et les réalisations de l'inflation coïncident, le chômage est à son niveau d'équilibre et la courbe de Phillips devient verticale, parce qu'il n'y a plus d'écart entre l'augmentation des salaires et celle des prix. Cela veut dire que le taux de chômage d'équilibre ne peut pas être influencé par la politique monétaire selon la théorie quantitative de la monnaie. Corrélativement le niveau de la production et de l'emploi ne dépend pas du taux d'inflation. D'où l'avertissement célèbre lancé par Milton Friedman [1968] : un taux d'inflation donné, quel qu'il soit, ne peut pas augmenter l'emploi, seule une accélération de l'inflation le peut.

Tel était le savoir monétaire orthodoxe qui nourrissait la doctrine des banques centrales à la fin des années soixante-dix lorsque le président de la Réserve fédérale, Paul Volcker, entreprit de casser le processus inflationniste par une application stricte des préceptes monétaristes. Il y parvint au-delà de toutes les espérances. Mais les coûts exorbitants en termes de pertes de production et d'emploi dans le monde entier, le déclenchement de la crise de la dette souveraine des pays du tiers monde, les

changements structurels induits dans la finance furent des conséquences sans commune mesure avec les ajustements bénins qui étaient prédits par les monétaristes.

La politique monétariste s'applique strictement au contrôle de la base monétaire, c'est-à-dire à la quantité de monnaie émise par la banque centrale. Cette attention exclusive portée à la quantité provoqua un accroissement ample et brutal du prix de la liquidité, c'est-à-dire du taux d'intérêt monétaire et, par répercussion, de l'ensemble des taux d'intérêt ; elle éleva aussi fortement la volatilité de tous les taux d'intérêt. Combinée à la baisse précipitée du taux d'inflation, la hausse des taux d'intérêt nominaux provoqua une élévation dévastatrice des taux d'intérêt réels.

Ainsi, la politique monétariste avait-elle perturbé gravement les marchés du crédit. Elle en avait aussi changé les conditions d'équilibre. On était passé d'un régime favorable aux débiteurs à un régime favorable aux créanciers. Cette influence de la monnaie sur le système financier a fait resurgir le débat théorique sur la nature de la monnaie évoqué dans l'introduction. Si la politique monétaire peut provoquer des transformations dans les structures financières, c'est que l'influence de la monnaie sur l'économie ne se limite pas à la transmission directe de la quantité de monnaie au niveau général des prix. De plus, au fur et à mesure que la déréglementation financière, les innovations et la globalisation se développaient, les banques centrales ont rencontré des problèmes pratiques liés à l'instabilité financière et à la diversité grandissante des canaux de transmission de la monnaie à l'économie. Une doctrine monétaire était à reconstruire. Depuis vingt ans, ce chantier est toujours en cours.

Nouveaux problèmes, anciennes conceptions

Au fur et à mesure que la libéralisation financière s'approfondissait, les présupposés de la doctrine monétariste allaient subir une épreuve de vérité fort cruelle. Dans les années quatre-vingt, la demande de monnaie devint instable lorsque les innovations financières se mirent à proposer de proches substituts aux composantes de l'agrégat monétaire suivi par les banques centrales. La loi de Goodhart [1993] montra sa pertinence d'une manière spectaculaire dans tous les pays qui avaient engagé la libéralisation financière. Si l'on cible un agrégat monétaire M_n , on peut être sûr qu'il va devenir instable parce que les agents privés vont contourner la contrainte de limitation de M_n en recherchant de nouvelles formes de liquidité. C'est l'agrégat M_{n+1} qui devient pertinent... tant qu'il n'est pas contrôlé ! C'est la notion même de quantité de monnaie qui devient floue lorsque se développe, en concurrence avec la liquidité bancaire (les dépôts), une liquidité financière (des titres capables de donner un accès immédiat aux moyens de paiement). Si donc la monnaie n'est pas un stock bien défini et désiré par les agents économiques, qu'est-ce que c'est ?

Avec la disparition de la certitude sur l'agrégat monétaire s'est envolée la primauté du canal direct de transmission de la monnaie aux prix, sur lequel toute la doctrine monétariste repose. Les uns après les autres, les pays de l'OCDE ont pu constater qu'il n'y avait plus de relations entre la variation des agrégats monétaires et celle de l'indice conventionnel des prix. Alors que la volatilité des prix est très faible, celle des agrégats monétaires est affectée par la gestion dynamique des portefeuilles financiers. Les proportions des différents actifs sont continuellement réaménagées. Des mouvements

vers ou à l'encontre de n'importe quel agrégat prédéfini peuvent se succéder, sans rapport aucun avec les prix des biens et services. Non seulement le ciblage d'une quantité de monnaie comme objectif de politique monétaire est une boussole affolée, mais se pose une question plus fondamentale devant laquelle la théorie quantitative de la monnaie est muette. Quelles relations y a-t-il entre monnaie et finance ? Ces relations ont-elles un effet sur l'économie réelle au niveau macroéconomique, influencent-elles le niveau général des prix ? Autrement dit, concernent-elles la politique monétaire ?

La finance est une source majeure de la dynamique conjoncturelle. Le processus principal est l'interaction du crédit et de la spéculation sur les prix des actifs. La grande spéculation immobilière de la fin des années quatre-vingt, la spéculation boursière de la « nouvelle économie » à la fin des années quatre-vingt-dix, illustrent bien ce phénomène qui jalonne l'histoire des crises financières. Dans ces moments euphoriques, des positions dangereusement exposées au risque de crédit se forment parmi les entreprises et (ou) les ménages, puisque les acquisitions d'actifs sont financées par dettes. La qualité de ces crédits dépend de la poursuite de la hausse des prix des actifs boursiers ou immobiliers que ces crédits financent.

Ce processus n'est pas un équilibre dynamique. Il entraîne certes l'optimisme et temporairement la croissance, mais aussi le surinvestissement, la dégradation des bilans des emprunteurs, l'augmentation des risques de faillite. La fragilité financière inhérente à ce processus se répand sournoisement, tout en demeurant dissimulée, tant que l'optimisme des agents financiers et des emprunteurs persiste. Mais les hausses spéculatives finissent toujours par se retourner, entraînant les pertes en capital, les difficultés à rembourser les dettes et la chute de l'investissement. Des économies dont le dynamisme est tiré par ce processus spéculatif sont vulnérables à d'amples fluctuations réelles, indépendamment ou presque de la mesure conventionnelle de l'inflation. La politique monétaire ne peut évidemment pas s'en désintéresser. Mais, pour suivre une ligne de conduite efficace, il faut avoir conscience de problèmes théoriques épineux.

Si le crédit a cette ambivalence, génératrice à la fois de croissance et de déséquilibres, c'est que le financement des projets capitalistes n'est pas borné par l'épargne préalable. Le crédit est créateur de monnaie nouvelle qui rend les anticipations des investisseurs indépendantes des comportements d'épargne. Cela veut dire que la monnaie est endogène et provient de l'initiative privée. Les banques centrales ne peuvent donc pas en prédéterminer la quantité. Quel doit être l'aggiornamento de la politique monétaire lorsque la monnaie est pensée comme une dette, pas comme une marchandise dont l'offre est exogène ?

La nature de la monnaie

On peut considérer que la nature de la monnaie est un problème qui ne fait qu'un avec la conception que l'on se fait de l'économie de marché. Ainsi Schumpeter [1983] a-t-il pu affirmer qu'il existe deux théories de la monnaie dignes de ce nom : la monnaie comme marchandise et la monnaie comme dette. Ces deux théories sont rigoureusement incompatibles.

D'une manière intuitive, la théorie de la monnaie comme marchandise particulière heurte l'expérience vécue. En effet, notre expérience nous enseigne que l'utilité de la monnaie pour chacun d'entre nous est notre confiance commune qu'elle sera acceptée par les autres. Bien loin d'être un objet marchand, la monnaie est un lien social de confiance qui exprime notre appartenance à l'économie de marché. L'acceptation rapide de l'euro par les consommateurs européens en a été une illustration éloquente.

Représentons-nous l'économie marchande, non pas comme un ensemble de biens à échanger, mais comme un ensemble de producteurs séparés qui doivent nouer des liens de dettes pour participer à la division du travail. Ces dettes leur permettent de prélever des ressources sur la société (notamment la ressource humaine), en anticipant que le produit de leurs ventes leur permettra de rembourser leurs dettes (notamment de payer les salaires) et les mettra donc en condition de nouer de nouvelles dettes, si possible sur une plus grande échelle. Le système économique est alors pensé comme un ensemble de relations financières. Quels sont les présupposés qui rendent cette représentation possible ?

Ce sont les éléments d'un système institutionnel qui définit les règles du jeu économique grâce auquel les dettes qui recouvrent la division du travail forment un ensemble cohérent. Le premier élément est une *unité de compte commune* qui institue un langage des nombres. Elle permet d'évaluer les dettes et d'annoncer les prix d'offre auxquels les producteurs espèrent écouler leurs marchandises.

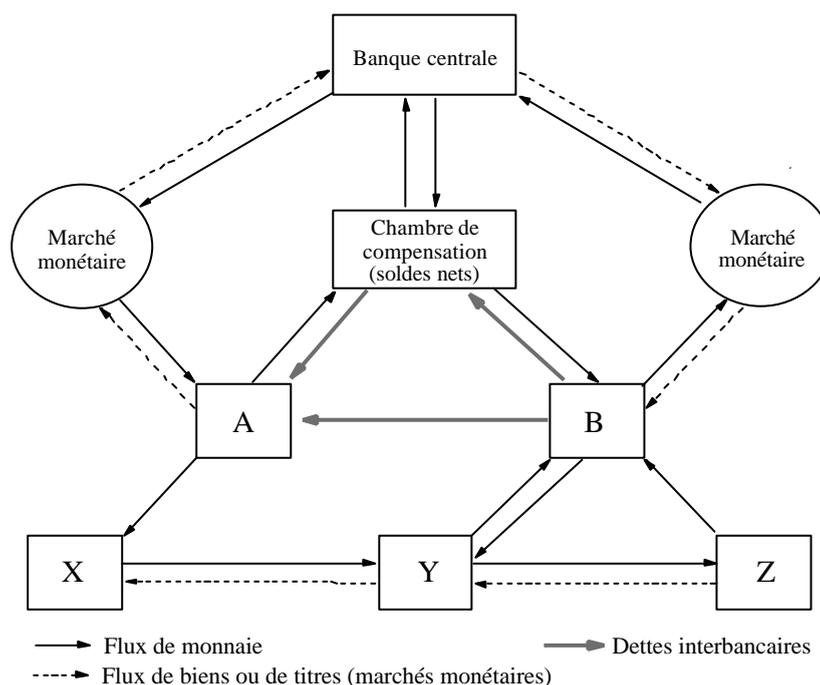
Le deuxième élément est constitué des *modes d'émission des dettes*. Lorsqu'une économie repose sur le crédit, il importe de distinguer quelles sont les dettes qui sont non ou peu transmissibles par les créanciers qui les détiennent et quelles sont les dettes qui peuvent circuler entre des tiers comme moyens de paiement. Cette qualité d'être acceptées par des tiers est la liquidité des dettes. Elle fait de ces dernières des monnaies privées. Les dettes dont l'émission confère la qualité de monnaies privées sont celles de certains agents financiers et non financiers, émetteurs de titres de grande réputation qui sont négociés sur des marchés où l'on peut toujours trouver des contreparties. Ce sont aussi les dettes des banques qui les émettent en contrepartie des crédits qu'elles accordent. Plus un système financier est diversifié, plus l'offre de crédit répond souplesment à la demande, plus les degrés de liquidité des monnaies privées peuvent être augmentés par substitution des dettes les unes aux autres.

Cependant la liquidité est une qualité purement sociale qui résulte de l'acceptabilité générale de la monnaie. Si donc la monnaie n'est pas une marchandise mais est composée de dettes de degrés de liquidité différents, il doit exister un processus qui vérifie que le paiement avec un moyen de paiement privé est bien un transfert de monnaie unanimement accepté. Ce processus est le troisième élément du système institutionnel de la monnaie : le règlement. En effet, un paiement en billets de la banque centrale porte directement la liquidité unanimement acceptée. Le paiement est confondu avec le règlement : il est final. Il n'en est pas de même avec tout autre mode de paiement. La transmission d'un chèque, par exemple, est un ordre de paiement entre agents économiques. Il ne vaut pas directement règlement pour le bénéficiaire, mais il induit une dette interbancaire. Le règlement s'opère chaque jour entre les banques par

transfert de monnaie centrale au sein d'un système de règlement des dettes (graphique 1). Ce sont ces règlements qui garantissent la finalité des paiements initiaux.

Nous aboutissons ainsi à une conception dans laquelle la monnaie est le principe d'organisation de toute l'économie. La banque centrale en est le pivot. La monnaie qu'elle émet à son passif est la dette dans laquelle l'unité de compte est définie. Mais cette dette est en même temps la liquidité ultime, parce qu'elle est unanimement acceptée en tant que moyen de règlement de toutes les autres dettes. Cependant cette acceptation résulte de la confiance commune dans la cohérence du système institutionnel ainsi décrit. Cette cohérence ne va pas de soi. Une trop grande abondance de liquidité peut faciliter le renouvellement de dettes douteuses dont la solvabilité peut être suspectée. Le régime de la politique monétaire est alors accusé par les créanciers de trop favoriser les débiteurs. À l'opposé une trop grande rareté de la monnaie centrale rend les règlements difficiles ou excessivement coûteux. Cette contrainte monétaire trop forte rend les emprunteurs prudents et ralentit le flux des transactions. Les rendements des créances sont hauts, mais l'activité économique est déprimée. Maintenir la pérennité de la confiance entre les écueils qui résultent des attentes contradictoires à l'égard de la liquidité est la responsabilité de la banque centrale. La conduite de la banque centrale ne peut être improvisée ; elle s'inspire d'une doctrine monétaire.

Graphique 1 – Système des paiements hiérarchisé



La banque centrale régule le montant au jour le jour des réserves des banques par ses interventions sur le marché monétaire :

- . Achat de titres = Injection de réserves
- . Vente de titres = Absorption de réserves

X, Y, Z : agents non bancaires.

A, B : banques commerciales (X a son compte chez A, Y et Z chez B).

En dessous de A et B circule la monnaie bancaire, au-dessus la monnaie centrale.

La difficile reconstruction de la doctrine monétaire

La confiance dans l'unité de compte est une condition générale des contrats entre les agents économiques, d'autant plus importante que leur règlement est éloigné dans le temps. Or une caractéristique troublante de la mesure monétaire par rapport à d'autres mesures, comme la longueur ou le poids, est que sa conservation dans le temps n'est pas assurée. La première finalité de la politique monétaire de la banque centrale est donc de garantir l'intégrité de l'unité de compte afin de supprimer l'incertitude sur le pouvoir d'achat futur de la monnaie. De quelle doctrine peut-elle s'inspirer ? C'est là que le lien entre théorie et politique est le plus étroit.

La force de la théorie quantitative est de définir simplement l'inflation. Sous l'hypothèse de la monnaie externe, les prix relatifs d'équilibre sont indépendants de l'unité de compte. Ils sont déterminés par la loi de l'offre et de la demande. La banque centrale fixe la quantité de monnaie qui détermine à son tour le niveau général des prix, donc la valeur de l'unité de compte par rapport à un numéraire réel (le panier optimal de consommation) qui a un sens économique rigoureux. On peut alors dire précisément qu'il y a inflation lorsque la hausse des prix résulte d'un excès d'offre de monnaie sur la demande réelle désirée qui est déterminée dans l'équilibre général des marchés.

Dans une économie à monnaie interne, il n'y a pas de système de prix relatifs d'équilibre indépendant de la monnaie : les agents économiques découvrent les prix relatifs à partir des prix nominaux. La reconnaissance de l'inflation est ambiguë. Toute augmentation des prix nominaux n'est pas de l'inflation. Ce peut être la manière d'exprimer des variations de prix relatifs, par exemple lorsque des chocs temporaires se produisent sur des prix alimentaires ou des matières premières. Ce peut être un mouvement cyclique, donc réversible, des prix nominaux résultant du cycle des affaires. Lorsque de tels mouvements des prix sont identifiés pour ce qu'ils sont par les agents économiques, ils ne menacent pas la confiance dans l'unité de compte. Le glissement du pouvoir d'achat de la monnaie n'a aucune importance s'il est parfaitement et unanimement accepté. Tant que ne se déclenchent pas des processus d'indexation privés, il y a stabilité des prix.

On pourrait dire que la confiance dans l'unité de compte résulte d'un jeu de coordination et que ce jeu a des équilibres multiples. Cependant, il est dans la nature des standards collectifs de postuler la permanence de l'unité de compte. Les travaux empiriques [Brender et Pisani, 1997] montrent que les *anticipations d'inflation ont une grande inertie*. Il faut des indications répétées et concordantes du contraire pour que les agents renoncent à tenir l'unité de compte pour stable. Car y renoncer jette une confusion dans la signification des mouvements de prix et dans l'anticipation de leur évolution.

Il revient alors à la politique monétaire de fixer le point focal sur lequel les agents coordonnent implicitement leurs anticipations lorsqu'ils établissent leurs plans d'action. Il s'agit de leur donner un cadre qui permette d'éliminer tous les équilibres en dehors d'une plage étroite. Ce cadre se recommande d'une doctrine monétaire renouvelée : le *ciblage flexible de l'inflation* [Bernanke et Mishkin, 1997]. Il consiste à placer les actions discrétionnaires de la politique monétaire de court terme sous la contrainte d'une

règle d'action à moyen terme assurant la stabilité des prix. Cette stabilité est définie comme une plage de viabilité des taux d'inflation futurs à l'intérieur de laquelle les actions de la banque centrale, quel que soit l'objectif qui les motive, bénéficient de la confiance des agents. Car, comme on l'a dit plus haut et comme le paragraphe suivant va l'illustrer, la stabilité des prix n'est pas le seul souci de la politique monétaire ; la robustesse de la structure des dettes, l'amortissement des fluctuations cycliques pour préserver la régularité de la croissance et le niveau de l'emploi en sont d'autres.

Lorsque la confiance est détruite, l'économie monétaire est soumise à des conflits qui font voir que l'envers de la confiance est la violence. Ce n'est pas le remplacement d'un équilibre par un autre. Car les agents économiques déclenchent des processus d'indexation contradictoires. Tout se passe comme s'ils rejetaient l'unité de compte officielle et cherchaient à évaluer leurs projets sur la base d'unités de compte privées. Mais leurs surenchères entraînent l'anarchie des mouvements de prix qui interagissent dans une spirale inflationniste. Il n'y a pas nécessairement d'équilibre à de telles interactions. C'est bien pourquoi elles peuvent dégénérer dans une crise monétaire qui aboutit au rejet de l'actif dans lequel l'unité de compte officielle est définie. Le refus du moyen de règlement ultime entraîne le fractionnement de l'espace monétaire en îlots de transactions fondées sur des monnaies privées dont les conversions réciproques sont violemment instables.

Les politiques monétaires dans le ciblage de l'inflation

Le ciblage de l'inflation est la doctrine par laquelle des banques centrales indépendantes conduisent une politique monétaire discrétionnaire dans un cadre institutionnel propice à la pérennité de la confiance. Ce cadre permet une diversité considérable des politiques monétaires.

La première raison est la latitude dans l'interprétation de la stabilité des prix qui aboutit à des cibles différentes d'une banque centrale à l'autre. De plus, certaines banques centrales considèrent qu'il leur revient d'annoncer numériquement la plage dans laquelle elles considèrent que l'unité de compte est garantie ; c'est le fameux ancrage nominal. Mais cela n'est pas nécessaire. La Réserve fédérale n'a pas moins établi la confiance dans l'unité de compte que d'autres banques centrales, sans pour autant annoncer une cible explicite.

Mais il y a bien d'autres raisons qui tiennent aux objectifs effectivement poursuivis dans la conjoncture, aux canaux de transmission que les banques centrales considèrent comme les plus actifs, à leur attitude anticipatrice ou attentiste, aux moyens qu'elles mettent en œuvre. Ce sont tous ces aspects qui font la politique monétaire élargie à laquelle elles sont confrontées, y compris celles, comme la BCE, qui conservent les vestiges d'une rhétorique monétariste.

La conduite de la politique monétaire par les banques centrales dépend de leur connaissance concrète des canaux de transmission. Lorsque l'émission de monnaie est endogène, en contrepartie du crédit à l'initiative des emprunteurs, le taux d'endettement du secteur privé est la variable principale de la transmission de la monnaie à l'économie. Or, en finance libéralisée, la diversité des formes du crédit permet d'atteindre un taux

d'endettement global des agents non financiers bien supérieur à ce qu'il serait dans une économie où les dettes seraient entièrement détenues par les banques. Cette importance du levier d'endettement soutient l'expansion des entreprises, soit directement par accumulation interne, soit indirectement via la hausse du prix des actifs qui stimule la croissance externe. Si l'accumulation du capital diffuse l'innovation technique, les progrès de productivité et l'augmentation de l'emploi vont de pair. Ce processus libère l'emploi de la contrainte d'une courbe de Phillips verticale de position fixée. C'est pourquoi l'expansion du crédit ne bute pas sur des tensions inflationnistes résultant d'un taux de chômage naturel prédéterminé. Une dynamique du crédit bien régulée permet à la politique monétaire d'avoir des effets réels permanents. Cela a été constaté aux États-Unis dans les années quatre-vingt-dix.

Cependant le régime du crédit doit être régulé de manière à éviter deux écueils. En premier lieu, la plage d'inflation ciblée ne doit pas être trop basse. Si le taux d'inflation est trop bas, l'ajustement à la baisse des salaires réels, qui peut s'avérer nécessaire dans certains secteurs, n'est réalisable que par une baisse des salaires nominaux. Si cette baisse est entravée par les rigidités nominales, les ajustements des salaires réels ne se produisent pas et la réduction des coûts de production est reportée sur l'emploi [Akerloff, Dickens et Perry, 1996]. En second lieu, une finance à haut niveau d'endettement est vulnérable aux erreurs de prévision, aux risques de crédit qui accompagnent l'augmentation de la probabilité de faillite avec le levier, à des insuffisances inopinées de la liquidité dans certains marchés de transfert des dettes. La politique monétaire doit donc se préoccuper de détecter et d'endiguer la fragilité financière.

Ces considérations permettent de comprendre comment s'articulent les différentes composantes de la politique monétaire. La cible d'inflation doit être judicieusement choisie. Elle ne doit pas être trop élevée pour que les agents économiques aient confiance dans l'unité de compte. Mais elle ne doit pas être trop basse pour que la banque centrale donne une visibilité et une force d'adhésion à ses actions concrètes : le plein-emploi soutenable. C'est le sens de la politique monétaire américaine. Cette stratégie s'inscrit bien à l'intérieur du cadre institutionnel du ciblage de l'inflation. Car un déclenchement des indexations conflictuelles rendrait évidemment la croissance insoutenable. Mais elle suppose aussi vigilance et réactivité aux risques de la déflation. Ceux-ci sont rendus plausibles, comme le montre la tragédie japonaise, par une interprétation trop rigoureuse de la stabilité des prix d'un côté, par le déclenchement d'une crise financière de l'autre. La stratégie du plein-emploi soutenable doit donc trouver une zone de viabilité macroéconomique qui soit une référence pour réguler le crédit. Car, dans cette zone, il y a une balance des risques qui évite les écueils définis plus hauts. Pour influencer la conjoncture, la banque centrale doit encore disposer des indicateurs d'alerte pour détecter le plus tôt possible les déviations qui menacent de rompre la balance des risques en faisant pencher la conjoncture soit vers l'effervescence financière, soit vers l'insuffisance du crédit. Quels sont ces indicateurs et comment la banque centrale agit-elle à partir des informations qu'ils révèlent ?

En finance libéralisée, parce que les formes du crédit sont très diversifiées, la banque centrale n'a pas besoin d'agir sur le volume du crédit bancaire en contrôlant la quantité de monnaie. Elle influence le coût du capital par sa capacité à déterminer le taux

d'intérêt monétaire. Cette influence n'est cependant pas directe. Elle passe par la répercussion des intentions et des actions de la banque centrale sur toute la structure des taux d'intérêt du crédit et sur les prix des actifs dont dépend le coût des fonds propres. Mais les prix des actifs dépendent à leur tour du crédit. Or l'interaction de ces deux variables peut conduire à des structures financières fragiles, des anticipations de hausse de prix des actifs trop optimistes, des retournements de ces prix qui entraînent des charges financières précipitant récession et danger de déflation.

Les déséquilibres financiers sont les expressions des tensions conjoncturelles en lieu et place de l'inflation qui n'est plus un indicateur avancé de la conjoncture. Il faut détecter les situations dans lesquelles la balance des risques est rompue, et dans quel sens, pour décider l'orientation de la politique monétaire : plutôt expansive, plutôt restrictive, neutre. La difficulté se trouve dans la divergence entre les prix des actifs et la stabilité de l'unité de compte. Par la confiance qu'il inspire, un climat de stabilité des prix entretenu par la doctrine du ciblage de l'inflation peut inciter à des prises de risque financier agressives. L'interaction dynamique du crédit et de l'augmentation du prix des actifs se déclenche. Or elle est fortement procyclique. Le boom est autorenforçant tant que la liquidité apportée par le crédit le soutient. La fragilité du crédit reste cachée tant que la valeur de marché des actifs continue à s'apprécier. La difficulté de réguler le flux du crédit pour la banque centrale réside dans l'évaluation de ce qu'est un excès de crédit alors que l'économie est encore dans sa phase d'expansion.

Puisque ce jugement ne peut pas être fourni par le marché (il ne le révèle qu'au moment du retournement brutal des cours), la banque centrale doit elle-même produire une information et un schéma d'interprétation aux agents des marchés financiers. Ce sont des indicateurs de tension financière (élargissement ou rétrécissement des spreads de crédit, rythme d'expansion du crédit/PIB, taux d'endettement et poids des charges financières dans le revenu des agents privés, positions de liquidité des banques, etc.). Ce sont aussi des indicateurs réels (taux d'utilisation des capacités de production, accumulation et décumulation des stocks, goulots d'étranglement sectoriels, prix des matières premières, etc.). Des scénarios assortis de probabilité de réalisation font la synthèse de ces informations et nourrissent les débats du comité de politique monétaire. Mais la formation du jugement collectif résulte du débat lui-même. La politique monétaire est essentiellement un art informé par une technique.

Par rapport à cette refondation de la politique monétaire, les handicaps de la Banque centrale européenne sont nombreux. Sa cible d'inflation est certainement trop basse. Jointe aux rigidités nominales, cette contrainte a pour effet pernicieux de rendre les ajustements de salaires réels difficiles entre les secteurs et les entreprises et de faire pression sur l'emploi. L'assimilation du progrès technique en est ralentie et le PIB potentiel augmente trop faiblement par défaut d'investissements, ce qui autojustifie la fixation d'une cible d'inflation très conservatrice. Cette cible est donc dépassée la plupart du temps, la confusion étant aggravée par la grande dispersion des taux d'inflation dans la zone euro.

Certes la BCE a annoncé une stratégie de deux piliers, l'un étant M3 et l'autre une synthèse d'indicateurs de tensions. Mais M3 est trompeur parce qu'affecté de variations parasites dans les périodes de volatilité des rendements financiers. Quant au repérage

des déséquilibres, il n'est pas sûr que la BCE dispose très vite des indicateurs avancés pour la zone euro dans son ensemble de manière à détecter les tensions et identifier la balance des risques. À cet égard la structure excessivement décentralisée du système européen de banques centrales est un handicap face à des marchés unifiés. Comme on l'a vu lors de la crise des marchés financiers en septembre 1998 et encore au cours de l'année 2001, les contacts directs et permanents de la Fed avec les opérateurs financiers sont un atout essentiel de ses diagnostics. Au contraire, la BCE est loin des marchés, les banques centrales nationales faisant écran et ne se comportant pas comme des agents de la BCE. Il est vrai que l'unification des marchés de capitaux européens est encore partielle. De plus, l'absence d'expérience dans la manière d'interagir avec les marchés financiers rend la BCE réticente à prendre en considération leur prépondérance dans les canaux de transmission.

Il est probable que son adaptation, largement handicapée de surcroît par l'absence d'un gouvernement économique capable de mener une politique budgétaire active, va se poursuivre pendant plusieurs années. Il n'est pas exclu que cette adaptation soit accélérée par des crises de marché que la BCE aurait à affronter.

Bibliographie

AGLIETTA M. et ORLEAN A., (2002) *La monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob.

AKERLOF G., DICKENS W. et PERRY G., (1996) « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.

ARTUS P., (2001) *Politique monétaire*, Economica.

BERNANKE B. et MISHKIN F., (1997) « Inflation Targeting : a New Framework for Monetary Policy », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 2.

BRENDER A. et PISANI F., (1997) *Les taux d'intérêt*, Economica.

FRIEDMAN M., (1968) « The Role of Monetary Policy », *American Economic Review*, n° 58.

GOODHART C., (1993) « La politique monétaire dans les années 1990 : objectifs et moyens d'action », *Banque de France, Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 41.

PATINKIN D., (1972) *La monnaie, l'intérêt et les prix*, PUF.

SCHUMPETER J., (1983) *Histoire de l'analyse économique*, Gallimard.

SIMMEL G., (1987) *Philosophie de l'argent*, PUF.