

L'addition !

JEAN-MARC DANIEL

Les diagnostics se suivent et ne se ressemblent pas en ce qui concerne l'évolution de l'inflation. Après la flambée des prix du pétrole fin 2007-début 2008, nous assistons maintenant à un véritable contre-choc pétrolier dont l'une des conséquences devrait être une baisse de l'indice des prix à la consommation. De même, la dévaluation de la monnaie chinoise aura pour résultat une baisse des coûts mondiaux et donc *in fine* des prix. La déflation menacerait donc l'économie mondiale, s'amplifiant au gré de la montée du chômage et du ralentissement subséquent de la consommation ; elle s'auto-entretiendrait en raison de l'inertie des consommateurs espérant payer moins cher demain ce qu'on leur propose aujourd'hui.

Monétaire, mon cher Watson

Pourtant, derrière les apparences de cet incroyable yo-yo où, dans la même année, on craint avec autant d'intensité l'inflation et la déflation, demeure une constante exprimée naguère par Milton Friedman, à savoir qu'en tout temps et en tout lieu, l'inflation a été, est et restera un phénomène monétaire. Or, depuis le début de la crise bancaire en août 2007, les banques centrales n'ont cessé d'injecter des liquidités dans un système déjà abondamment fourni. Selon une expression chère à Jacques Rueff, elles ont multiplié les pluies sur des sols déjà inondés.

La crise financière actuelle est une crise non du volume de liquidités à disposition mais de la vitesse de circulation de ces liquidités. Dans la panique qui a caractérisé les réactions américaines, la Réserve fédérale, comme souvent dans ce cas, a répondu rapidement au problème soulevé par la crise de... 1929 ! Cette crise avait été en effet marquée par le refus des banques centrales d'injecter de la monnaie dans le système afin de ne pas dévaloriser leur base monétaire par rapport à leur stock d'or. Il a fallu attendre 1933 et la dévaluation voulue par Roosevelt pour que, avec un stock d'or inchangé, la quantité de monnaie de la banque centrale s'accroisse et que l'économie respire à nouveau. Dans la crise actuelle, le problème a tenu moins au manque de monnaie qu'à la chute de sa vitesse de circulation. C'est ce qu'a compris d'emblée le Trésor britannique puisqu'il a proposé non pas d'injecter de la monnaie mais de garantir le marché monétaire afin que les banques reprennent leurs prêts de liquidités existantes.

Au stade où est parvenue l'économie mondiale, une grande masse de monnaie a été créée et les déficits publics qui enflent risquent d'en ajouter. On parle pour 2009 d'un déficit américain de 10 % du PIB, de 8 % en Grande-Bretagne. En France, la relance voulue par les pouvoirs publics devrait limiter le déficit à 4 %, soit deux points de moins qu'en 1993 mais un point de plus que dans le budget initialement prévu.

Dans ces conditions, on voit mal comment nous pourrions échapper à moyen terme à une vague d'inflation. Les matières premières, dont les cours ont évolué à la baisse du fait de la récession qui frappe désormais les principales économies du monde, vont voir leurs prix reprendre leur courbe ascendante. Certains actifs jusque-là ignorés de la spéculation vont connaître une envolée de leurs prix ; on peut penser évidemment à une reprise des Bourses mondiales mais également à une hausse de la valeur des terres agricoles, hausse dont les prémices se font sentir un peu partout dans le monde.

Vers un krach obligataire ?

La conséquence la plus sévère pour l'économie mondiale sera la montée des taux longs. Certes, la poursuite de politiques monétaires plutôt accommodantes conduira dans ces conditions à une repentification rapide de la courbe des taux qui favorisera la sortie de crise des banques. Mais simultanément, de cette montée des taux longs naîtra une nouvelle crise, cette fois obligataire, ce qui signifiera un transfert des difficultés des banques vers les assurances. Et plus généralement, une telle montée ne pourra que freiner la reprise. Ainsi donc, le monde n'en finit pas de payer la si mirifique croissance américaine des années 2000. Il la paie et va la payer sous forme d'endettement public, d'inflation et de taux à long terme élevés.

Il faut espérer au moins que de la crise actuelle soient tirées trois leçons. D'abord, à la différence de ce que fait et a fait la Réserve fédérale américaine, une politique monétaire se construit et s'apprécie sur le long terme car la politique économique a de la mémoire et cette mémoire ne se limite pas à un stock

de dette publique mais comporte aussi des masses de monnaie en circulation qui finissent en inflation. Ensuite, à la différence de ce que fait et a fait le gouvernement américain, une politique budgétaire ne doit pas sortir de certains clous car la politique économique a de la mémoire et cette mémoire tient en priorité en de la dette publique qui handicape durablement les marges de manœuvre budgétaires à venir. Enfin, il est indispensable de mettre un terme à une situation dans laquelle le déficit extérieur américain ne cesse de déstabiliser l'économie mondiale.

Le spectre de la faim

L'Europe, malgré les critiques qui lui ont été adressées sur sa croissance molle, a prudemment géré les années 2000. Et elle a raison aujourd'hui de garder la tête froide et de ne pas laisser filer sans limites ses déficits publics. La Commission a raison de rappeler que la crise ne doit pas mener à l'abandon de toutes les avancées faites en matière de concurrence. La France a raison de réclamer que, dans le cadre du groupe dit du G20, de l'ordre soit remis dans le système monétaire international. Que cette demande se fasse sous le nom de Bretton Woods II ou sous un appel à revenir aux accords du Louvre de 1987, c'est bel et bien là qu'est l'urgence. À moyen terme, il faut se préparer à récupérer les fonds injectés dans les systèmes financiers, alors que des montagnes de monnaie menacent de s'abattre sur une économie qui a oublié ce que l'inflation signifie et qui risque de le réapprendre de façon tragique. Notamment dans les pays où, l'année dernière déjà, on a vu se multiplier les émeutes de la faim...