

CHAPITRE II

*La monnaie unique
contre l'économie*

La politique monétaire en Europe est aujourd'hui dictée par l'objectif de change que constitue l'étalon-mark. Celui-ci pousse vers la déflation les économies qui, contrairement à l'Allemagne, ne connaissent pas de tensions inflationnistes. Les conséquences sur l'activité réelle, la production et le chômage sont graves. Ce chapitre explicite les effets néfastes de la monnaie unique sur l'économie et montre en quoi celle-ci s'oppose durablement à la poursuite de la prospérité.

Dans les circonstances présentes la gestion du franc calquée sur celle du mark entraîne, par suite de la désinflation permanente qu'elle induit, un coût prohibitif pour l'économie française. Ce qui se produit aussi, pour les mêmes raisons, dans d'autres pays européens, l'Italie par exemple.

Mais cette politique pénalisante ne finira pas avec la mise en place de la monnaie unique, si elle se réalise. En effet, dans son principe même, l'euro constitue une erreur économique car l'Europe n'est pas une « zone monétaire optimale », c'est-à-dire une zone géographique dans laquelle il est avantageux pour les économies nationales de fixer les changes, ou encore, en allant jusqu'au

bout de la logique des changes fixes, de remplacer plusieurs monnaies nationales par une monnaie unique.

Une monnaie unique ne convient pas nécessairement ni également à plusieurs économies nationales, notamment parce que le taux d'inflation de plein emploi peut être différent dans chacun des pays concernés, mais aussi en raison des différences de structures qui séparent durablement les économies nationales. La mobilité du travail, la concentration des échanges extérieurs et la répartition sectorielle de l'activité restent en effet dissemblables d'une économie à l'autre, et l'intensification des échanges a plutôt pour conséquence d'amplifier ces différences que de les réduire.

De ce fait une politique monétaire unique, et qui plus est absurdement assortie de contraintes arbitraires et uniformes en matière budgétaire, celles du pacte dit « de stabilité » imposé par l'Allemagne, continuera d'infliger des coûts importants et totalement inutiles aux nations qui se lancent dans cette aventure.

Au demeurant, les dirigeants des pays concernés, c'est-à-dire au premier chef ceux de la France et de l'Allemagne, sentent bien ces difficultés et tentent de tricher avec les exigences de leurs partenaires. Chacun essaie, comme il est normal, d'imposer sa propre conception de la politique monétaire. La divergence naturelle des politiques monétaires nationales introduit par conséquent un élément de conflit politique permanent entre Etats partenaires au sein d'une zone monétaire qui par nature n'est pas optimale.

Il est alors crucial de savoir lequel des pays membres fera prévaloir ses vues monétaires. C'est la controverse sur ce que devra être la gestion de la Banque centrale européenne qui a commencé de se manifester lors du sommet de Dublin. La France a laissé percer ses préférences réelles en demandant que, à côté de la lutte

contre une inflation aujourd'hui inexistante, la future politique monétaire unique se préoccupe aussi de croissance et d'emploi, en mettant les dirigeants de la future Banque centrale européenne sous le contrôle effectif des gouvernements nationaux. Ce qui revient à relativiser l'objectif exclusivement anti-inflationniste défini à Maastricht qui autorisait une gestion monétaire technocratique, indépendante de la politique.

Toute exigence autre que la stabilité monétaire apparaît cependant inacceptable à l'opinion allemande et aux dirigeants de la Bundesbank. C'est ainsi que la création d'une monnaie unique soulève plusieurs questions conflictuelles qui viennent inévitablement sur le devant de la scène à mesure que l'on s'approche de l'échéance : Quelle politique monétaire va l'emporter ? Comment seront dédommagés les perdants ? Et pour quels avantages communs ? Il est dommage, pour le moins, que ce débat essentiel intervienne aussi tardivement, alors qu'il aurait dû être lancé bien avant le début du processus.

Quelle sera l'issue de cette guerre politique pour le pouvoir monétaire dont les citoyens des pays membres font aujourd'hui les frais ? Le langage des gouvernements est aujourd'hui celui de la résolution et de l'irréversibilité. Mais il provoque un malaise dans les esprits et un scepticisme croissant dans l'opinion et dans les entreprises.

Peut-on encore échapper au piège de l'euro ? Au-delà du discours officiel il faut faire confiance aux réalités économiques. Lorsqu'une politique est inutilement coûteuse et lorsque le coût pour la collectivité va croissant, elle finit par être abandonnée. L'euro n'étant pas viable ne sera pas créé, ou s'il l'est ne durera pas.

Mais en politique comme en économie le principe d'incertitude règne. Personne ne peut prévoir la date de réalisation d'un événement, même si son occurrence ne

fait pas de doute. C'est pourquoi il est impossible de dire si le projet euro sera abandonné avant même la date prévue pour sa création, ou quelque temps après. Ce qui est certain c'est que le plus tôt sera le mieux.

LE COÛT DE L'ÉTALON-MARK

L'intégrisme monétaire attribue tous les maux dont souffrent nos économies à l'absence d'une monnaie « saine », c'est-à-dire d'une monnaie forte, qui a tendance à se réévaluer. De ce point de vue, aligner la valeur du franc sur celle du mark devrait conduire l'économie française à la prospérité puisque le cours du mark tend à s'apprécier relativement à celui de toutes les autres monnaies. Malheureusement on ne constate rien de tel. Bien au contraire, depuis l'accord de Maastricht qui prévoit la fixation définitive de la parité franc-mark, prélude à la fusion en une monnaie nouvelle, on observe un enlèvement de l'activité et une montée qui semble irrésistible du chômage. L'étalon-mark coûte cher à la France et à quelques autres.

Au lieu de les revigorer comme le voudrait la doctrine intégriste, la monnaie forte les étouffe. C'est qu'en réalité, à l'inverse de ce que soutiennent, contre l'évidence, les euro-monétaristes, la gestion monétaire affecte l'économie réelle. La monnaie peut stimuler l'activité quand elle se fait plus abondante, mais elle freine la croissance lorsque la création de signes monétaires se raréfie. Une politique monétaire trop restrictive va jouer contre l'économie.

Or dans une économie ouverte la fixation du taux de change détermine la politique monétaire.

Un taux de change fort, c'est-à-dire une politique de surévaluation ou de réévaluation de la devise, appelle

une politique monétaire restrictive, désinflationniste ou déflationniste selon son intensité. En choisissant l'étalon-mark on importe nécessairement la politique monétaire allemande qui a pour objet de lutter contre les tensions inflationnistes outre-Rhin. On étrangle du même coup la croissance en France et dans les autres pays de la zone mark.

Les débats de théorie monétaire des dernières années aboutissent à une conclusion à vrai dire assez simple. Si l'on en juge par l'observation des économies réelles, le monétarisme classique est dans le vrai : la monnaie agit sur les prix. C'est le rythme de la croissance monétaire qui détermine l'inflation ou la désinflation. Mais par contre, le monétarisme extrême est erroné : la monnaie n'est pas neutre vis-à-vis de la production et de l'emploi. Par son influence sur le niveau des prix et l'inflation elle affecte aussi l'activité réelle. Elle stimule ou ralentit la croissance, augmentant ou réduisant du même coup le chômage.

La désinflation s'accompagne ainsi nécessairement d'un ralentissement de la croissance, tandis que la déflation est susceptible de plonger l'économie dans une dépression de forte amplitude.

Si la politique monétaire se définit presque exclusivement, dans une économie fermée, par le choix des taux d'intérêt que fixe discrétionnairement la Banque centrale sur le marché des financements à très court terme, elle découle en même temps, dans une économie ouverte, du niveau du taux de change qui est d'ailleurs directement lié au niveau des taux d'intérêt d'intervention.

Au lieu d'être la marque d'un libéralisme moderne, la défense d'une parité fixe du franc par rapport au mark, c'est-à-dire la fixation par les autorités monétaires du prix externe de la monnaie, le taux de change, s'inscrit dans la tradition des politiques dirigistes de contrôle des prix.

L'erreur européenne

C'est le pendant, dans une économie ouverte, du contrôle du prix interne de la monnaie, c'est-à-dire des prix de tous les biens et services, qui a longtemps constitué le bastion ultime du dirigisme dans une économie fermée. Mais comme cette intervention externe détermine simultanément la politique monétaire interne du pays, elle comporte des conséquences beaucoup plus redoutables pour l'économie que le contrôle administratif direct des prix individuels.

C'est que la quantité de monnaie en circulation affecte de façon décisive la production et l'emploi, proposition qui se trouve au centre des controverses sur l'euro et l'unification monétaire de l'Europe. Le succès ou l'échec de la monnaie unique dépend en dernière analyse de l'influence qu'elle est capable d'exercer sur la production et sur l'emploi.

LA MONNAIE A-T-ELLE UNE IMPORTANCE ?

De nombreux monétaristes contemporains ont essayé de montrer que la monnaie n'a pas d'effet sur la production ou l'emploi. Elle n'affecterait que les prix et l'inflation. Cette hypothèse extrême, dite de neutralité de la monnaie, suppose en fait que tous les prix sont parfaitement flexibles et s'adaptent instantanément à toute modification de la quantité de monnaie en circulation. Dans la réalité les choses ne se passent pas ainsi. Les prix et les salaires, c'est-à-dire le prix du travail, ne sont pas parfaitement flexibles et par suite la monnaie n'est pas neutre. C'est pourquoi la politique monétaire importe.

Les années de forte inflation ont contribué à jeter un doute sur l'utilité comme sur la sagesse des politiques monétaires. A la suite de Milton Friedman, les monétaristes « classiques » ont établi que la croissance de la masse monétaire en circulation était la source directe de

La monnaie unique contre l'économie

l'inflation. Et comme l'inflation à deux chiffres semblait éminemment nuisible au bon fonctionnement de l'économie, qu'il coûtait cher de l'éliminer une fois qu'elle s'était produite, on en conclut qu'il valait mieux pratiquer en permanence une politique monétaire restrictive pour en prévenir le retour. Le conservatisme monétaire et financier devenait le critère de bonne gestion des gouvernements et des gouverneurs de banques centrales.

Cette nouvelle doctrine de conservatisme financier a trouvé ses premiers fondements dans la théorie du taux « naturel » (ou « structurel ») de chômage¹. Selon cette analyse, la quantité de monnaie en circulation dans une économie n'influe sur le niveau de production et de consommation que dans le court terme. A moyen et à long terme, l'effet réel de la monnaie s'estompe. La monnaie agit bien sur les prix mais reste fondamentalement neutre vis-à-vis de l'activité. C'est dire que sur le plan pratique le gouvernement peut choisir une politique monétaire, et par suite un taux d'inflation, quelconque, sans inconvénient pour l'économie puisque la croissance et l'emploi n'en dépendent pas.

Cette analyse contredit le constat antérieur qui mettait en évidence, dans les années 60, une relation inverse entre l'inflation et le chômage. Un peu plus d'inflation permettait de réduire le chômage en accélérant la croissance de la production et donc de l'emploi offert par les entreprises. Inversement, réduire l'inflation ralentissait la croissance et augmentait le chômage.

Les gouvernements disposaient alors de toute une gamme de politiques macroéconomiques. Ils pouvaient réduire le chômage en stimulant l'inflation qui découlait d'une plus forte croissance, ou inversement rechercher la désinflation qui réduisait l'activité en accroissant le chômage. Cette observation familière était baptisée « courbe de Phillips », du nom de l'économiste néo-zélandais qui l'avait le premier étudiée systématiquement².

L'erreur européenne

Les monétaristes cependant ont affiné l'analyse. Ils montrent que la création de monnaie supplémentaire ne se traduit en une augmentation du pouvoir d'achat des ménages que si les prix n'augmentent pas dans la même proportion. De même, les entreprises ne sont incitées à accroître leur production de richesses que dans la mesure où les salaires n'augmentent pas aussi vite que la demande de leurs produits sur le marché. C'est dire que la croissance monétaire n'aura d'effets réels sur la production et l'emploi que si les prix et les salaires sont suffisamment rigides, stables face à l'évolution de la circulation de monnaie.

Dans le cas contraire, si prix et salaires suivent instantanément l'évolution de la masse monétaire, les prix augmentant en même temps que les revenus, le pouvoir d'achat des consommateurs reste constant. Ils n'achètent pas davantage. Pour les entreprises, les prix de vente ont augmenté mais les coûts salariaux également. Il n'y a donc pas de raison de produire plus. La production ne change pas. L'emploi ne change pas non plus et le chômage ne varie pas. La politique d'expansion monétaire n'exerce pas d'effet sur l'économie réelle.

Or, nous disent les monétaristes, consommateurs et entreprises apprennent vite et réagissent en conséquence aux politiques monétaires des gouvernements. Lorsqu'ils ont compris le mécanisme de l'inflation ils vont ajuster prix et salaires à la hausse pour s'en défendre. Ce qui annule les effets stimulants de la hausse de prix initiale. La production va retourner à son niveau antérieur et le chômage aussi.

Passé le premier instant de surprise, la création monétaire n'exercera plus d'effet sur les équilibres réels. C'est-à-dire qu'après un délai assez bref, dans le moyen terme, la monnaie est sans influence sur la croissance et le chômage. Dans ce cas le niveau de chômage observé, lié à la

La monnaie unique contre l'économie

croissance de la production, doit être indépendant, dans la durée, des variations de l'inflation. Et l'on observe effectivement que sur des intervalles de plusieurs années il n'y a pratiquement pas de lien entre les taux d'inflation et les taux de croissance moyens.

Une plus forte création monétaire détermine davantage d'inflation mais ne modifie pas durablement le chômage. Celui-ci reste à son niveau « structurel » ou « naturel » qui dépend des réglementations du marché du travail et de la générosité des systèmes d'indemnisation mais pas de la politique macroéconomique. Ce taux évolue au fil du temps de façon assez lente sous l'influence de la démographie, des créations et des disparitions d'entreprises, et des politiques microéconomiques et de transferts qui affectent l'offre et la demande de travail.

Dans ces conditions, les gouvernements peuvent faire ce qu'ils veulent, arbitrairement, en matière de politique monétaire et de taux d'inflation. Cette dernière doit se juger uniquement sur ses vertus ou ses inconvénients intrinsèques, puisqu'elle n'affecte pas la production ni la croissance.

Il apparaît alors qu'en elle-même l'inflation ne présente aucun avantage mais seulement des inconvénients. Chacun la prévoyant essaie de minimiser sa détention de monnaie pour éviter la dépréciation de ses avoirs liquides. Ce qui entraîne un coût réel c'est-à-dire une perte de richesse. En effet, la monnaie est d'usage commode. Chacun trouve intérêt à disposer de liquide. En réduire la détention au strict minimum complique la vie quotidienne, oblige constamment à faire des calculs de trésorerie, à consacrer du temps à la gestion de son encaisse, temps qui est perdu pour des activités plus productives ou plus agréables. L'inflation détermine ainsi une perte de bien-être par rapport à ce qu'il serait possible d'obtenir en son absence. Elle a aussi pour effet réel

éventuel, et indésirable, de provoquer une redistribution des revenus au détriment des moins habiles : ceux qui ne calculent pas assez vite sont victimes de l'impôt d'inflation au profit de ceux qui sont plus habiles à anticiper la hausse des prix.

En réalité cependant, lorsque les économistes essaient de chiffrer ces inconvénients ils arrivent à des sommes extrêmement faibles, de l'ordre de moins du dixième de pour cent du produit national. Il pourrait donc sembler bien léger de décider de toute la politique monétaire d'un pays pour éviter des inconvénients que l'on parvient à peine à identifier. Mais pour les tenants du conservatisme monétaire peu importe finalement que ces inconvénients soient sérieux ou négligeables car, l'inflation ne présentant pas d'avantage réel, son coût même minime constitue une perte sèche. Il devient donc rationnel de combattre toute inflation en toutes circonstances.

Dans ce cas une inflation nulle devrait être la meilleure. Pour certains, même, il conviendrait de rechercher une inflation négative, comme le suggère Milton Friedman dans sa théorie de la quantité optimale de monnaie. Car une inflation négative constitue le seul moyen pratique de rémunérer la détention d'encaisses liquides qui ont une utilité économique et doivent être encouragées par un versement d'intérêts positifs (un revenu). Or il est impossible de verser un intérêt sur des billets de banque autrement que par la déflation.

En pratique toutefois aucun gouvernement ne préconise une inflation réellement nulle, et encore moins négative, ni même un objectif de stabilité totale du niveau des prix sur le moyen terme, qui impliquerait que toute période d'inflation soit compensée ultérieurement par une période de déflation équivalente. Ce qui signifie, tout comme l'hypocrisie est un hommage du vice à la vertu, que les autorités monétaires reconnaissent impli-

citement qu'un peu d'inflation doit être une bonne chose pour l'activité réelle.

C'est qu'il ne fait pas de doute, en réalité, que la politique monétaire affecte l'activité économique et l'emploi – en raison de la rigidité des prix. La thèse de la neutralité de la monnaie, ou de l'impuissance de la politique monétaire, suppose que les agents prévoient correctement l'inflation future et surtout adaptent immédiatement à cette prévision le prix des biens et services qu'ils offrent, y compris celui de leur travail. C'est cette absence de toute inertie dans la fixation des prix, leur parfaite flexibilité par rapport à l'inflation correctement prévue, qui dépouille la monnaie de tout pouvoir sur la croissance et l'emploi.

Dans le monde réel, cependant, les prix ne sont jamais parfaitement flexibles. Ils sont lents à s'adapter et plutôt « rigides » – ne serait-ce qu'en raison de l'incertitude qui frappe les prévisions d'inflation comme toutes les autres prévisions. Il n'est que de voir les erreurs qui sont commises chaque année et chaque trimestre par les conjoncturistes professionnels qui passent tout leur temps à essayer de prévoir la croissance et l'inflation. Pourquoi le salarié moyen, ou le commerçant moyen, ferait-il mieux que ces professionnels qualifiés ?

En serait-il capable, d'ailleurs, qu'il ne le voudrait peut-être pas. En Europe, en effet, la rigidité des salaires est confortée par le vaste appareil de l'État-providence qui prodigue aides sociales, indemnités généreuses de chômage, salaire minimum réglementé, et impôt progressif sur les revenus, autant de dispositions qui accroissent l'avantage relatif du non-travail sur le travail. De plus les aides aux entreprises, en écartant la perspective de la faillite et de la réallocation des facteurs de production qu'elles emploient, contribuent à pérenniser l'emploi, ce qui détermine une résistance à la baisse des salaires, et donc à terme un accroissement du chômage.

A côté de la rigidité des salaires, la rigidité générale des prix détermine des réactions semblables dans l'économie et rend efficace la manipulation de la politique monétaire. Si les prix restent inchangés, une augmentation de la masse monétaire crée des revenus supplémentaires bien réels et donc une demande additionnelle de biens et de services, ce qui stimule la production. Inversement une réduction de la masse monétaire détruit des revenus et diminue par conséquent la demande effective de biens et de services.

C'est ce que Friedman souligne à de multiples occasions dans son *Histoire monétaire des Etats-Unis*, lorsqu'il attribue plusieurs épisodes de récessions graves intervenues aux Etats-Unis, y compris la Grande Dépression des années 30, à la gestion monétaire indûment restrictive du Système Fédéral de Réserve.

Si les prix et les salaires sont rigides, une contraction monétaire va étouffer l'activité et engendrer le chômage. Certes, à long terme, les prix et les salaires vont finir par baisser suffisamment pour qu'à revenus monétaires inchangés les consommateurs se sentent redevenus assez riches pour acheter, et pour que les coûts des entreprises aient diminué dans des proportions assez fortes pour qu'il redevienne rentable d'augmenter la production. Mais cet ajustement risque de demander beaucoup de temps. Et dans l'intervalle la dépression s'installe.

De ce fait la manipulation des taux d'intérêt et des taux de change affecte significativement la croissance, en particulier si une récession survient à la suite d'un choc quelconque indépendant des politiques macroéconomiques, comme par exemple les chocs pétroliers des années 70. On ne peut pas compter sur une adaptation rapide des salaires à la baisse pour diminuer les coûts de production des entreprises et relancer de cette façon la production et les ventes. Il faudra attendre longtemps et

un niveau de chômage élevé pour que les salaires s'ajustent. Dans l'intervalle une politique de baisse des taux d'intérêt, de création monétaire et de baisse du change peut remédier à la baisse de la demande et à la hausse des coûts. C'est ce qui a été fait à l'époque et qui a provoqué la forte accélération de l'inflation, mais a permis d'éviter un freinage beaucoup plus grave de l'activité économique. On imagine ce qu'aurait été le niveau de chômage des années 70 si les gouvernements avaient mis en œuvre une politique monétaire suffisamment restrictive pour obtenir une inflation nulle !

L'efficacité de la création de monnaie pour la relance de l'économie est bien entendu conditionnée par l'existence de capacités de production disponibles dans les entreprises, tant du côté des machines que de celui des travailleurs. Si tous les équipements et tous les salariés sont déjà occupés à 100 % la création de monnaie supplémentaire ne pourra pas stimuler davantage la production et se répercutera intégralement en hausses des prix.

C'est ce qui explique que la courbe de Phillips tende vers la verticale lorsque le chômage passe au-dessous de son taux « naturel » qui correspond aux conditions institutionnelles du plein emploi. Passé ce point, la stimulation monétaire se traduit par plus d'inflation et de moins en moins d'effet sur la croissance. On paie de plus en plus cher en hausses de prix le point de croissance supplémentaire.

Mais à l'inverse, une politique monétaire peut être excessivement conservatrice, bridant trop fortement la croissance et entretenant un taux de chômage inutilement supérieur à son niveau structurel pour réduire de moins en moins efficacement l'inflation. Vouloir ramener celle-ci au voisinage de zéro peut comporter un coût prohibitif en termes d'accroissement du chômage au-dessus de son niveau « naturel ».

L'erreur européenne

Sur la courbe de Phillips ce dernier détermine le taux d'inflation qui est compatible avec le « plein emploi effectif ». Essayer de faire baisser l'inflation au-dessous de ce niveau entraînera en conséquence un surchômage, un chômage conjoncturel que l'on pourrait éviter, et qui ne produit que des gains insignifiants en termes de désinflation; on paie de plus en plus cher en termes de chômage le point de désinflation supplémentaire. Le conservatisme financier devient de plus en plus coûteux.

L'objectif d'inflation zéro, selon le positionnement de la courbe de Phillips à court terme, peut se situer très loin dans la gamme des taux de chômage, très au-dessus du taux « structurel » d'équilibre. C'est ce qui se produit aujourd'hui dans l'économie française où la hausse des prix tombe au-dessous de 1 % l'an et tend vers zéro, mais où le chômage menace de dépasser les 13 %.

La conclusion est donc qu'il convient de définir la politique monétaire par rapport au taux d'inflation « optimal », celui qui permet de réduire le chômage à son niveau durablement incompressible ou « naturel », plutôt que de se fixer un objectif d'inflation arbitraire et inflexible, indépendamment de ses effets sur le chômage, et qui est susceptible de susciter des ravages dans l'économie réelle.

CONSOMMATEURS ET ENTREPRISES SONT-ILS SENSIBLES AUX TAUX?

Dans une économie fermée la définition de la politique monétaire consiste pour la Banque centrale à fixer discrétionnairement les taux d'intérêt à court terme. Dans une économie ouverte où le taux de change joue un rôle important dans la détermination des importations et des exportations, et par conséquent du niveau général de l'activité, la parité de la monnaie,

La monnaie unique contre l'économie

son prix externe, contribue également à définir la politique monétaire.

C'est qu'en effet les taux d'intérêt contribuent à définir le taux de change par l'influence qu'ils exercent sur les entrées et sorties de capitaux internationaux, c'est-à-dire les offres et les demandes de la monnaie nationale. Un relèvement des taux d'intérêt attire les capitaux internationaux à la recherche d'un rendement plus élevé. Les investisseurs achètent donc des instruments de placement nationaux tels que des bons du Trésor ou obligations publiques et privées. Ils doivent les payer en francs et se portent donc acheteurs de francs et vendeurs de leurs devises de départ. Le taux de change du franc vis-à-vis de ces autres devises monte. Le franc s'apprécie. Et inversement, lorsque la Banque centrale baisse ses taux d'intérêt d'intervention, les capitaux quittent la France à la recherche de placements plus rémunérateurs, les francs sont vendus et d'autres devises demandées. Le franc se déprécie.

Une politique monétaire restrictive, qui fixe des taux d'intérêt à court terme élevés, détermine du même coup un change « fort ». Et inversement, si l'on veut réévaluer la monnaie il faut relever les taux d'intérêt d'intervention de la Banque centrale. De même pour « défendre » une parité de change fixée très haut ou pour maintenir constant un taux de change vis-à-vis d'une monnaie étrangère qui tend elle-même à s'apprécier. Ce qui est le cas du deutsche Mark au cours des dernières années, et spécialement depuis la réunification.

Lorsque le mark s'apprécie par rapport au dollar ou au yen il faut que le franc s'apprécie dans les mêmes proportions et si le mark se déprécie le franc doit se déprécier également et de la même façon. Cela signifie que la Banque de France doit se calquer au plus près sur l'évolution des taux d'intérêt que fixe la Bundesbank si elle

veut maintenir fixe la parité avec le mark. A moins que ce ne soit la Bundesbank qui ajuste ses taux monétaires sur les taux français, ou que les deux décident en commun de l'évolution de leurs taux d'intervention. Mais cela demande alors une communauté de vues sur ce qu'est la bonne politique monétaire pour chacun des partenaires.

Or, comme nous l'avons vu, la politique monétaire, et donc de change, affecte significativement l'activité économique nationale. Il faut donc que les conjonctures soient exactement semblables dans deux pays pour que la politique monétaire souhaitable y soit identique.

On objecte souvent que les taux d'intérêt n'ont qu'une importance négligeable, tant pour les consommateurs que pour les producteurs. Si cela est vrai pourquoi les banques ne doublent-elles pas ou ne triplent-elles pas leurs taux ? En réalité, un taux d'intérêt élevé qui rend plus coûteux le crédit à la consommation dissuade effectivement un certain nombre de consommateurs d'effectuer leurs achats à crédit, et donc d'acheter. Le consommateur qui est sensible à quelques centimes de différence sur son quotidien habituel réagit évidemment à des changements de taux qui se traduisent par des différences de plusieurs centaines ou milliers de francs gagnés ou perdus sur plusieurs années.

D'autre part, un taux d'intérêt plus élevé réduit la valeur présente des revenus futurs attendus par les ménages, et par exemple celle des actions et des rentes. Les propriétaires de ces actifs sont donc appauvris par cette hausse des taux. La théorie moderne montre que le niveau présent de la consommation ne dépend pas seulement des revenus courants de la période, mais du niveau de patrimoine. Lorsque la richesse s'accroît, les ménages consomment davantage, même si leur salaire courant n'a pas augmenté. Et inversement lorsque la valeur du patrimoine a diminué.

Un taux élevé rend aussi plus coûteux le crédit à court terme pour les entreprises. Il en dissuade un certain nombre de développer leur activité et leurs investissements, d'abord parce que beaucoup d'entreprises, et notamment les plus petites, se financent majoritairement par des crédits bancaires à court terme, et ensuite parce que le niveau des taux courts réagit sur les taux longs qui affectent plus directement les investissements des grandes entreprises.

La hausse des taux d'intervention de la Banque centrale, bien que limitée au marché monétaire, affecte ainsi par contagion toutes les décisions économiques de consommation et d'investissement. Elle réduit de cette façon la croissance de la production et, par suite, celle de l'emploi.

Ces effets internes des taux d'intérêt se doublent d'effets externes dans une économie ouverte en raison de la liaison entre taux d'intérêt et taux de change. Une baisse des taux d'intérêt provoque un reflux des capitaux hors du pays qui vont chercher ailleurs des rémunérations plus substantielles. Il s'ensuit une dépréciation du franc qui affecte les prix de tous les biens et services français sur les marchés étrangers, dans la mesure où les tarifs intérieurs en francs sont restés inchangés. En effet, les entreprises françaises fixent ces prix en francs en fonction de leurs coûts de production et de la demande sur le marché français.

Suite à la baisse du franc l'offre des entreprises françaises devient instantanément plus compétitive. Les exportations augmentent. La production française tend à s'accroître. Dans le même temps les prix des entreprises étrangères, constants en devises locales, augmentent lorsqu'ils sont convertis en francs. Leur offre sur le marché français devient instantanément moins compétitive. Les importations françaises diminuent. Les consumma-

teurs s'en détournent au profit des produits français. La production des entreprises françaises s'en trouve stimulée.

Une dépréciation du franc revient ainsi à abaisser, sur les marchés internationaux, les coûts des entreprises françaises, comparés à ceux des entreprises étrangères. Des salaires qui étaient trop élevés par rapport à ceux des entreprises étrangères concurrentes sont ainsi « abaissés à l'exportation » par une dépréciation du franc, sans que les salariés aient à supporter une diminution immédiate de leur revenu à l'intérieur de l'hexagone. Il est vrai cependant qu'ils devront payer plus cher les produits importés qu'ils consomment, mais ils vont en partie se retourner vers des produits français concurrents.

Une appréciation du franc va produire des effets inverses, réduisant les exportations françaises et accroissant les importations, ce qui exerce un effet dépressif sur la production nationale.

Lorsque les entreprises françaises se plaignent de la concurrence internationale des pays à bas salaires, elles ne comprennent pas en général que l'essentiel de leurs difficultés provient de la surévaluation du franc qui a pour effet de « relever à l'exportation » les salaires constants payés en France. Ce ne sont pas les salaires du Sri Lanka qui pénalisent de façon significative nos entreprises sur les marchés mondiaux. C'est avant tout l'appréciation du franc dans le sillage du mark, la politique d'intégrisme financier.

A la longue les entreprises françaises vont modifier leurs prix en francs pour s'adapter à ces nouvelles conjonctures. Mais elles seront bloquées dans cette direction par les conditions d'équilibre sur le marché du travail en France. Les salariés ne vont pas accepter une diminution arbitraire de leur salaire réel pour le plaisir de voir le franc s'apprécier. Et tout le dispositif de l'Etat-

providence viendra les conforter dans leur résistance. C'est la raison fondamentale pour laquelle les intégristes monétaires font de ce dernier leur cible principale. Sans baisse des salaires il n'y a pas de politique durable de réévaluation possible, à moins d'augmenter continûment le niveau du chômage, ce que nous faisons depuis le début de la décennie. Ou à moins d'obtenir un accroissement de la productivité du travail beaucoup plus rapide que celui de nos concurrents, ce qui n'est pas facile dans un monde de concurrence intense.

C'est dire que les effets réels de la variation du change et des taux d'intérêt sur l'activité économique sont fondamentaux et se situent au cœur des problèmes actuels des économies européennes. Une politique d'appréciation systématique du change tend à ralentir la croissance et peut éventuellement la stopper complètement si elle est suffisamment forte.

Si les taux d'intérêt à court terme et les taux de change n'avaient pas d'influence sur les niveaux de production et de consommation des entreprises et des ménages, et donc sur la croissance des économies, il serait indifférent de pratiquer une politique monétaire plutôt qu'une autre. Et la fixité des changes, voire une monnaie unique mondiale, s'imposerait pour des raisons de commodité dans les échanges commerciaux. Les mouvements des taux d'intérêt et des taux de change n'auraient pas de raison d'être et ne constitueraient que des nuisances qui viendraient perturber et entraver les échanges de marchandises et de services.

C'est ce que croient notamment les entreprises, parce qu'elles se concentrent sur les conséquences des variations de change qui les affectent directement sans étudier ce que la fixité peut coûter à l'ensemble de l'économie. Ce dernier aspect relève de l'analyse macroéconomique, l'étude des conséquences des décisions publiques sur le

niveau d'ensemble de l'activité et des prix, que les entreprises tendent à prendre comme une donnée.

Le point de vue des entreprises sur le régime de change est donc le plus souvent partiel et de ce fait inexact. La question pertinente à leur poser devrait faire référence à l'ensemble des conséquences des taux de change et s'énoncer : « Préférez-vous la stabilité des changes, même au prix d'une croissance réduite, à la flexibilité des changes accompagnée d'une croissance plus forte ? » Cela les conduirait certainement à nuancer leur réponse.

Une monnaie unique adoptée par deux pays n'est que le cas extrême, irréversible en principe, ou du moins difficilement réversible, de la fixité des changes. Dans cette situation il ne peut exister qu'une seule politique monétaire, les mêmes taux d'intérêt à court terme et le même taux de change vis-à-vis des autres devises s'appliquant alors aux agents économiques des deux pays. La politique de l'étalon-mark, en attendant la substitution d'une monnaie unique aux monnaies nationales actuelles, constitue un tel cas extrême.

Elle impose à tous les partenaires de l'Allemagne la politique de désinflation permanente qui est justifiée dans son cas par les tensions de la réunification, mais ne convient en rien aux autres économies européennes en sous-activité, où le chômage a largement dépassé son taux « naturel ». La réévaluation tendancielle du mark qui résulte de la politique monétaire anti-inflationniste de la Bundesbank conduit ainsi à des changes trop forts pour les devises des pays candidats à la fusion dans l'euro. C'est une récession de change qui s'étend ainsi à toute l'Europe à l'occasion d'une désinflation qui n'a de sens que pour la seule Allemagne.

DESINFLATION ET « SOUS-INFLATION »

Mais cette analyse des effets de la désinflation a-t-elle une portée générale ? Vaut-elle pour d'autres pays et d'autres périodes ? Pouvons-nous vérifier que la politique monétaire et de change exerce toujours des effets significatifs sur les équilibres réels de l'économie ? Ce devrait être le cas habituel en dehors des périodes, rares, d'emploi intégral de toutes les capacités de production des entreprises.

De très nombreux épisodes de contraction de la masse monétaire dans diverses périodes et dans divers pays montrent qu'elle s'accompagne très généralement de récessions de l'activité économique, soit simples ralentissements des taux de croissance, soit baisse absolue du niveau de la production pendant quelques trimestres.

C'est le cas aux Etats-Unis en particulier, comme le montrent Laurence Ball et Gregory Mankiw³, en citant l'expérience Volcker de 1979. Comme président du Système Fédéral de Réserve (le système de banque centrale des États-Unis), Paul Volcker était plus décidé que son prédécesseur, William Miller, à lutter strictement contre l'inflation. Dès son arrivée, en 1979, il décida de pratiquer une politique monétaire d'argent cher, et il est facile d'expliquer par ce simple fait la profonde récession qui accompagna la désinflation au début des années 80. Elle fut d'ailleurs baptisée « récession Volcker » et ce à juste titre.

Dans le même sens, Christina et David Romer⁴ ont montré à partir des minutes du « Federal Reserve Board » que lorsque l'« Open Market Committee », à sept reprises, décida d'infléchir sa politique monétaire pour réduire l'inflation, il s'ensuivit dans chaque cas une régression de la production et une réduction de l'emploi. Ces observations indiquent non seulement que la mon-

naie n'est pas neutre à l'égard de l'activité réelle, mais qu'au surplus les contractions monétaires sont une source majeure des cycles économiques aux Etats-Unis.

Certes on peut soutenir, comme le font certains, que la causalité est inverse et que les récessions déterminent une diminution de la demande de monnaie et donc une contraction de la masse monétaire. Mais l'approche narrative et historique précise de Friedman et Schwartz, comme celle des Romer, permet de montrer que c'est bien la contraction monétaire qui précède la contraction de l'économie et non l'inverse.

C'est ainsi par exemple que la passivité des autorités monétaires lors de l'effondrement de l'économie dans les années 30 est souvent attribuée, non pas à la seule évolution de l'économie réelle qui aurait appelé une relance, mais au décès de Benjamin Strong en octobre 1928, son successeur ayant hésité à pratiquer une politique monétaire expansionniste, puis y ayant renoncé pour se lancer dans un freinage monétaire sévère destiné à calmer la spéculation haussière à Wall Street, ce qui aurait provoqué le krach en 1929 puis amplifié la crise bancaire et entraîné par contagion un effondrement de l'économie réelle.

De la même façon des travaux économiques récents, en particulier ceux de Laurence Ball de l'université Johns Hopkins, ainsi que toutes les expériences de désinflation des années 80 montrent que les politiques monétaires restrictives ralentissent la croissance et augmentent le chômage.

C'est ce que prouve l'analyse de soixante-cinq cas de politiques de réduction d'une inflation modérée appliquées dans les pays de l'Ocde depuis le début des années 60⁵. Il ressort de son travail que l'on ne connaît pas d'exemple d'épisode de réduction de l'inflation qui n'ait pas demandé un sacrifice réel de la croissance et de l'emploi. Toute réduction du niveau de l'inflation comporte un

coût économique réel en termes de croissance perdue et de réduction des possibilités de consommation.

Ce qui signifie en somme que la courbe de Phillips à court terme existe bien comme le rappelle R.J. Gordon⁶. Les responsables de la politique économique ne peuvent donc pas choisir un taux d'inflation arbitraire sans déterminer du même coup un taux de chômage. Il est par suite dangereux de se fixer un objectif d'inflation comme seul critère de gestion monétaire, sans se soucier de l'emploi.

A l'inverse, la seule conclusion de politique économique que veulent tirer de l'existence de l'arbitrage inflation-chômage les partisans du conservatisme monétaire est qu'il faut redoubler de vigilance et éviter toute inflation puisqu'elle comporte un coût économique sans apporter d'avantage durable. Il faudra donc en venir à bout ultérieurement, ce qui sera coûteux en termes de réduction de la croissance. L'inflation aura ainsi un double coût, d'abord par elle-même, mais ensuite en raison de la réduction de croissance future que sa suppression exigera.

Qui plus est, l'acceptation d'un peu d'inflation aurait pour effet de réduire le taux de chômage au-dessous de son niveau « naturel », ce qui provoquerait des tensions inflationnistes (une « surchauffe ») dans l'économie, la demande étant poussée au-delà de ce que la production peut fournir. Cette hausse de l'inflation finit par s'inscrire dans les anticipations des agents économiques, ce qui déplace vers le haut la courbe de Phillips. Il faut alors rechercher un taux d'inflation toujours plus élevé pour simplement maintenir le taux de chômage à son niveau naturel. Au total le bien-être est réduit par rapport à la situation antérieure, en raison du coût réel de l'inflation.

C'est pourquoi il conviendrait de supprimer purement et simplement toute inflation. L'idéal serait l'inflation zéro.

Mais cette argumentation ne tient pas non plus.

Comme nous l'avons suggéré plus haut, il existe en effet une inflation optimale pour une économie donnée, une inflation qui correspond au taux de chômage « naturel » sur la courbe de Phillips. En somme une « inflation de plein emploi ». Et il n'y a aucune raison, théorique ou pratique, pour que cette inflation se situe au niveau zéro.

Rechercher une inflation nulle va donc le plus souvent placer l'économie au-dessous de ce niveau d'inflation de plein emploi. Ce qui poussera le chômage au-dessus de son niveau « naturel ». L'économie fonctionnera alors en « sous-inflation » ou en « déflation relative ».

Rien n'indique en effet que la position de la courbe de Phillips à court terme soit telle que l'inflation qui correspond au taux de chômage « naturel » se situe au niveau zéro. Cela peut se produire mais reste peu probable. Ce serait même un cas très particulier, puisque le taux d'inflation correspondant au chômage naturel peut prendre a priori n'importe quelle valeur selon les réactions des ménages et des entreprises à la création de monnaie. En d'autres termes, le niveau d'inflation correspondant au plein emploi est a priori indéterminé. Il peut être très différent dans des économies différentes.

Qui plus est il évolue dans le temps puisque l'on constate que la courbe de Phillips à court terme se déplace. Ce qui fait que la réalisation du plein emploi (au taux naturel de chômage) suppose que l'on atteigne un niveau d'inflation qui va changer de période en période. Et l'inflation de plein emploi varie encore plus lorsque l'on prend en compte les déplacements dans le temps du taux de chômage « naturel ».

L'objectif de constance du taux d'inflation à un niveau quelconque, arbitraire, est alors caduc et même néfaste pour la croissance et le plein emploi car une inflation même positive peut se situer au-dessous de l'inflation de plein emploi et par conséquent, prise comme critère de la bonne

politique monétaire, conduire à une situation de récession. Il ne faut donc pas s'assigner un objectif d'inflation constante si l'on veut une croissance de plein emploi mais adapter la politique monétaire à la fois à l'évolution de l'inflation et à celle de l'emploi, comme le font les banques centrales les plus pragmatiques et les plus raisonnables.

C'est une conclusion essentielle et nouvelle à verser au débat sur la politique monétaire et le choix d'un régime de change. Elle s'oppose radicalement à la doctrine européenne de l'intégrisme monétaire.

POUR UNE INFLATION POSITIVE

Le choix d'un objectif de hausse des prix compris entre zéro et deux pour cent, retenu en France pour maintenir la parité avec le mark, s'avère ainsi totalement arbitraire par rapport aux besoins de l'économie. Il pénalise de façon chronique la croissance. La notion d'un taux naturel d'inflation au contraire condamne le principe de l'union monétaire qui s'assigne une gestion de la monnaie respectant un objectif unique d'inflation aligné sur celui des pays les moins inflationnistes, tel qu'il a été défini à Maastricht.

Or les gouvernements et les banques centrales de nombreux pays retiennent désormais de plus en plus souvent des objectifs d'inflation pour guider leurs politiques monétaires et financières. C'est le nouveau dogme international de la politique monétaire. Il est adopté notamment par la Banque de France et le sera, demain peut-être, par la Banque centrale européenne si la monnaie unique devient une réalité.

Un tel objectif se caractérise par sa permanence dans le temps, car il est souvent inscrit explicitement dans les statuts de la Banque centrale, et son unicité dans l'espace. Il suppose que le même taux d'inflation est bon

en toute période pour une économie nationale donnée et qu'il est également bon pour toutes les économies nationales. Il est supposé universellement valide, aussi bien pour le Canada, la Nouvelle-Zélande, l'Allemagne, la France, la Belgique, la Grèce et l'Espagne que pour le Brésil ou l'Argentine. Certes, pour ces deux derniers pays on aura quelques doutes et l'on concédera que des caractéristiques politiques particulières y justifient peut-être l'impossibilité d'obtenir des inflations aussi modérées qu'en Suisse ou en Allemagne. Mais un même taux devra pourtant s'appliquer à peu de chose près à tous les pays d'Europe occidentale en cas de réalisation de la monnaie unique.

De divers côtés, pourtant, on s'interroge sur ce que devrait être une bonne politique pour les banques centrales : peut-elle et doit-elle suivre des règles simples et automatiques de détermination des taux d'intérêt et de la croissance monétaire, et éventuellement lesquelles ? Ces réflexions tournent autour de la nécessité de pratiquer une politique monétaire qui tienne compte non seulement d'un objectif d'inflation unique et fixe, mais également de l'emploi et de la croissance économique.

C'est d'ailleurs ce que reconnaissent implicitement les gouvernements lorsqu'ils tolèrent des objectifs d'inflation légèrement différents d'un pays à l'autre. Ce pourrait être sous l'effet d'un simple choix aléatoire. Mais les défenseurs du dogme soutiendront que c'est plutôt sous la pression de certains groupes qui « aiment l'inflation » parce que celle-ci constitue une « politique de facilité » qui les avantage. Sans autre explication.

Dans cette vision manichéenne les gouvernements représentent la raison et la vérité. Les groupes qui demandent une politique monétaire autorisant la croissance représentent, eux, l'erreur et la faiblesse. Le choix d'un taux d'inflation non nul représenterait alors une concession à l'irrationalité de la politique.

Mais une raison plus profonde de la concession faite par les tenants du dogme au choix d'un taux d'inflation non nul tient à ce qu'ils reconnaissent implicitement l'insuffisance de l'analyse économique qui fonde leur conviction. Ils admettent en d'autres termes que la politique monétaire et le taux d'inflation exercent un effet sur l'économie réelle.

La rigidité des prix qui fonde cette influence était souvent niée par d'excellents économistes qui l'excluaient de leurs analyses parce qu'elle leur apparaissait comme une aberration inexplicable. Cependant nos connaissances évoluent rapidement et des travaux récents analysent de manière convaincante les comportements optimaux qui engendrent ces rigidités souvent observées⁷. Elles résultent tout simplement de ce que les modifications de prix et de tarifs ont un coût pour les entreprises comme pour les consommateurs. Ce qui fait que chacun attendra que le changement de prix devienne réellement nécessaire, que son ampleur requise soit suffisante, pour s'y résigner.

Il s'ensuit que les prix ne sont modifiés qu'avec retard par rapport au changement des conditions de marché. Cette explication de l'inertie, ou flexibilité imparfaite, des prix et des salaires fonde rationnellement l'existence de la courbe de Phillips et l'efficacité de la politique monétaire que beaucoup d'économistes refusaient d'accepter faute de pouvoir la relier à un comportement économique rationnel.

Les chocs qui perturbent en permanence les divers marchés vont déterminer, à travers ces conduites d'inertie rationnelle et la modification relativement lente des prix qui en résulte, une hausse du niveau général des prix qui évoluera de façon aléatoire dans le temps. Il s'ensuit une inflation « naturelle » variable de période en période, pour chaque niveau d'activité réelle. Ce qui explique les déplacements et l'instabilité de la courbe de Phillips à court terme⁸.

On peut alors déduire de ces analyses que le taux d'inflation « naturel » ou « optimal », dont j'ai proposé plus haut l'idée, va évoluer lui aussi de façon aléatoire en fonction des chocs qui perturbent les différents marchés.

Le taux d'inflation naturel, ou de plein emploi, est alors propre à chaque pays et à chaque période parce que les chocs perturbateurs ne sont jamais strictement les mêmes.

Avant que Milton Friedman ne proclame que l'inflation « était partout et toujours un phénomène monétaire », c'est-à-dire qui n'intervenait qu'à la suite d'une augmentation de la masse monétaire en circulation dans une économie (ce qui par extension laisse supposer que seule la monnaie peut créer l'inflation), de nombreux auteurs avaient souligné l'existence d'une inflation résultant par exemple de la hausse de certains prix sur certains marchés : les matières premières, le travail, l'énergie. En somme une inflation « par les coûts ». La faiblesse de cette analyse venait de ce qu'il fallait bien un accroissement des signes monétaires en circulation pour que cette inflation devienne effective, soit « validée ».

Selon les nouvelles analyses de la rigidité des prix, les prix d'équilibre changent en permanence sur les divers marchés qui composent une économie, en raison des variations de la demande, des évolutions de la concurrence internationale, et des modifications de la technologie. Mais les entreprises ne vont changer leurs tarifs que lorsque les hausses de coûts qu'elles subissent dépassent une certaine ampleur, parce qu'il est coûteux de changer des menus et des catalogues. Cela demande des efforts de réflexion et de jugement, et l'usage de ressources coûteuses, humaines et financières. Cela perturbe aussi le fonctionnement quotidien de la firme et les décisions d'achat des consommateurs. Il est donc rationnel pour l'entreprise de n'accepter ce coût que lorsque le changement de prix est vraiment important et nécessaire.

La plupart d'entre elles ne modifient leurs prix en moyenne que tous les deux ou trois ans.

De ce fait, si par exemple le choc de marché vient de hausses de coûts, les plus importantes donneront lieu à des hausses de tarifs, tandis que les hausses plus faibles ne seront pas répercutées sur les prix de vente de l'entreprise. Par suite, les changements des prix relatifs d'équilibre qui interviennent à chaque instant sur tous les marchés ne vont pas laisser le niveau général des prix inchangé. Lorsque quelques hausses importantes se produisent en même temps qu'une multitude de faibles baisses, le niveau général des prix va néanmoins augmenter parce que seules les premières vont être répercutées, les entreprises ne baissant pas leurs tarifs pour de faibles baisses de coûts.

Il s'ensuit que les modifications des prix relatifs dans l'économie vont déterminer, selon la distribution statistique de ces changements, soit des hausses soit des baisses du niveau général des prix, c'est-à-dire de l'inflation. L'exemple type en est la hausse du prix du pétrole dans les années 70, qui provoqua à la fois une hausse du niveau général des prix avant même qu'elle ne soit validée par une création de monnaie supplémentaire. Celle-ci n'intervint qu'ultérieurement pour faire obstacle à la forte montée du chômage.

Il peut donc y avoir une inflation qui ne résulte pas d'une création monétaire. Elle tire son existence des mouvements de prix relatifs joints à la rigidité des tarifs que pratiquent les entreprises.

Dans ce cas, si la politique monétaire est inchangée, la masse monétaire nominale restant constante, des biens et services en moyenne plus coûteux vont se disputer des moyens de paiement en quantité constante, ce qui équivaut à une réduction de la masse monétaire réelle. Les agents économiques sont appauvris et l'activité se ralentit. La politique monétaire, bien que constante en termes nominaux, est devenue plus restrictive en termes réels.

L'objectif d'inflation initial est alors inférieur au nouveau taux d'inflation d'équilibre de plein emploi. Vouloir le poursuivre dans ces conditions déterminera une sous-inflation ou encore une « déflation relative » qui poussera l'économie vers la récession et le sous-emploi.

Dans ces conditions la poursuite d'une inflation qui reste positive, mais sous-optimale, peut s'avérer « relativement déflationniste ». Une politique d'inflation positive, qui sera habituellement jugée laxiste, peut néanmoins pousser l'économie vers la récession.

L'économie française choisit ainsi aujourd'hui un taux d'inflation trop bas compte tenu de sa situation conjoncturelle, qui interdit le plein emploi, et elle paie d'un chômage massif et sans justification cette « sous-inflation » ou « déflation relative ».

L'argument des banquiers centraux en faveur d'un objectif d'inflation fixe dans le temps et identique pour tous les pays pourrait être que l'intégration progressive des économies rapprochera finalement les courbes de Phillips des pays membres d'un grand marché disposant d'une même monnaie. Mais rien n'indique qu'il doive en être ainsi. L'intensité des échanges devrait au contraire, selon la théorie du commerce international, accentuer la spécialisation de chacun des pays membres de la zone monétaire. Et si les structures d'activité de deux économies restent différentes, les chocs communs qui affectent leurs divers marchés produiront des résultantes inflationnistes différentes.

De plus la courbe de Phillips de chaque pays va se déplacer au fil du temps et rien ne garantit que ses déplacements détermineront une convergence.

Il faut donc remettre en question l'idée même d'une convergence des taux d'inflation ainsi que l'utilisation d'un objectif d'inflation constante comme guide des politiques monétaires. Or ces deux idées sont au cœur du projet de construction de la monnaie unique.

MARCHÉ UNIQUE, MONNAIES MULTIPLES

Les raisons qui ont été mises en avant, notamment à l'occasion des débats accompagnant la mise au point du rapport Delors de 1990, pour justifier la construction d'une monnaie européenne sont essentiellement de nature économique. En un mot, l'intégration largement réalisée des marchés nationaux des pays membres de l'Union européenne nécessiterait le passage de plusieurs monnaies nationales à une monnaie unique, conformément au slogan « Marché unique, monnaie unique ».

L'argumentation sous-jacente à ce mot d'ordre se ramène au constat des coûts économiques de l'utilisation de plusieurs monnaies dans les transactions. Une monnaie unique qui permettrait de réduire ces coûts de transaction favoriserait les échanges. Cela est peu contestable. La question est de savoir ce qu'est l'ordre de grandeur de ces économies potentielles et comment elles se comparent aux coûts engendrés par la monnaie unique.

DES ARGUMENTS FALLACIEUX POUR LA MONNAIE UNIQUE

Les coûts de l'utilisation de monnaies multiples sont divers.

En premier lieu, les courtages de change viennent obérer les transactions entre agents appartenant à différents pays, qui sont appelées à s'intensifier dans un espace continental dépourvu de barrières tarifaires.

En deuxième lieu, il existe des coûts liés à l'incertitude sur les parités. Pour se protéger de ces risques de change, et de façon partielle seulement, acheteurs et vendeurs doivent se procurer des assurances qui coûtent cher.

Faute de quoi l'existence du risque peut les conduire à réduire le volume de leurs échanges, alors que la création du marché commun avait pour objectif de les intensifier. La Commission a chiffré ces coûts en moyenne à 0,5 % par an du produit national de chaque pays membre.

D'autre part la variabilité des changes affecterait gravement et pour de longues périodes les entreprises exportatrices et importatrices, allant, pour des fluctuations majeures, jusqu'à les faire disparaître par la faillite, sans aucune justification économique.

La nouvelle monnaie permettrait aussi, selon un troisième argument, de mieux lutter contre l'inflation. L'indépendance des banques centrales, conforme à la doctrine intégriste, apparaît comme le seul rempart durable contre un retour de l'inflation. La Banque centrale européenne, dont les statuts sont calqués sur ceux de la Bundesbank, pourrait faire preuve de la même détermination que cette dernière dans la poursuite de la stabilité des prix, ce qui est censé bénéficier à la croissance et à l'emploi, du moins à moyen et long termes.

Enfin, dernier avantage supposé, une monnaie unique pour l'Europe représenterait un tel poids international, du fait de l'importance du commerce extérieur des pays européens, qu'elle serait naturellement très demandée et permettrait d'attirer les capitaux du monde entier, ce qui favoriserait les industries financières du continent, et nous donnerait ainsi un « rôle mondial », en particulier dans les instances financières internationales telles que le FMI et la Banque mondiale mais aussi sur les marchés. L'Europe pourrait alors « parler d'égal à égal avec les Etats-Unis et le Japon ».

Tous ces avantages supposés appellent un examen soigneux du simple point de vue économique, examen au terme duquel ils apparaissent singulièrement surestimés par les promoteurs de l'Union monétaire.

Notons tout de suite que l'intérêt des changes fixes ne semble pas aussi déterminant que le soutiennent les Européens ou, en tout cas, les Français. Les Etats-Unis ou le Japon ne pratiquent pas les changes fixes à l'égard de l'Europe, ni entre eux. Et l'Allemagne pas davantage avec les pays non européens. Cela n'empêche pas les entreprises de ces pays de développer leurs activités d'exportation et leur technologie, et de le faire plutôt bien.

Des études théoriques et empiriques ont montré qu'en réalité les fluctuations de change ne semblaient pas affecter beaucoup les entreprises qui interviennent dans le commerce international. En effet, ces fluctuations interviennent de façon erratique mais autour d'un niveau approximativement stable, ou d'une tendance régulière qui, de ce fait, est anticipée par les opérateurs économiques et incorporée dans leurs calculs de prix et de rentabilité. Cette tendance centrale, définie par la « parité des pouvoirs d'achat », c'est-à-dire la parité de change qui égalise le prix d'un même bien sur les divers marchés nationaux, constitue une force de rappel. Les parités qui s'en écartent y retournent plus ou moins rapidement, généralement en l'espace de trois à quatre ans. Un mouvement de dépréciation sera suivi ultérieurement de fluctuations erratiques dans le sens de l'appréciation, ce qui fait que sur une période plus longue les gains et pertes de change tendent à se compenser.

Or la valeur des entreprises ne se détermine pas sur un horizon à trois ou quatre ans mais sur une période beaucoup plus longue, comme le montrent les études financières modernes. Il s'ensuit que si les firmes sont affectées par les fluctuations de change, il est rare que celles-ci mettent en danger leur existence même.

D'autant plus que les entreprises contemporaines, dans cette période de globalisation, ont diversifié la destina-

tion de leurs exportations et la provenance de leurs importations. Et cette tendance se renforce au fil du temps. Il ne faut pas imaginer que le commerce extérieur va se polariser de plus en plus à l'intérieur des grandes zones commerciales telles que l'Europe par exemple. Le commerce international est de plus en plus aussi un commerce intercontinental. De ce fait les risques de change de l'entreprise sont diversifiés et se compensent les uns les autres.

Une entreprise qui n'exporte que vers un seul marché une fraction importante de sa production est extrêmement vulnérable aux variations du change entre sa devise nationale et celle de son marché de destination. Mais si la même entreprise exporte vers dix marchés la même production, son risque de change est très réduit parce que les parités bilatérales ne vont pas évoluer toutes dans le même sens. De même qu'un portefeuille d'actions bien diversifié est moins risqué qu'un portefeuille investi sur un seul titre, de même une entreprise qui possède un portefeuille de clients internationaux bien diversifié verra son risque de change réduit à peu de chose.

Enfin, beaucoup d'entreprises exportatrices européennes sont plus concernées par les évolutions du cours du dollar par rapport à leur monnaie nationale que par celle des taux de change intra-européens, parce que les échanges internationaux sont principalement libellés en dollars et que beaucoup d'exportations européennes sont destinées à des pays qui se situent en dehors de la Communauté. Dans ce cas, le problème de l'instabilité des changes demeurera, même si la monnaie unique est réalisée : le risque de change d'une entreprise européenne avec le yen et le dollar ne disparaîtra pas avec la création de l'euro.

Il s'ensuit que l'argument du coût de la protection contre le risque de change pour les entreprises tombe, et

qu'il en va de même, au moins partiellement, pour celui de la diminution de la volatilité des marchés extérieurs, et ce pour une fraction importante des exportations européennes. Il faudra continuer de se protéger contre le risque yen ou le risque dollar, mais sans doute aussi contre les fluctuations des monnaies européennes qui ne seraient pas admises à faire partie du noyau dur de la monnaie unique, puisqu'il apparaît aujourd'hui très peu probable que beaucoup de pays soient prêts à la fusion avec le deutsche Mark d'ici à 1999.

La question est alors de savoir si le commerce intra-européen concernant les seuls pays du noyau dur monétaire se développera plus vite, et représentera un enjeu en valeur plus important, que le commerce entre pays européens n'en faisant pas partie, et que celui existant entre pays européens du noyau dur et pays tiers hors Communauté. Compte tenu de l'ouverture déjà très grande des échanges intérieurs en Europe, ouverture réalisée depuis de nombreuses années, il y a fort à parier que ce sont les échanges avec les pays tiers qui vont à l'avenir se développer le plus rapidement. Et dans ce cas, l'Union monétaire européenne n'apporte pas de solution substantielle au problème des fluctuations de change.

La lutte contre l'inflation constitue-t-elle un argument plus fort ? Nullement. Les pays européens, et les autres d'ailleurs, ont réussi leur désinflation dans les années 80 par des politiques monétaires nationales et menées indépendamment les unes des autres. Et ce malgré les lamentations des macroéconomistes qui souhaitaient des politiques coordonnées, dont l'avantage, au demeurant, n'a jamais été prouvé de façon décisive en dépit d'une littérature surabondante et lancinante sur les vertus de feu le G7. Les divers gouvernements ont donc démontré par la pratique que l'on peut réduire l'inflation isolément, ce qui rappelle au passage que les politiques monétaires

conservent de l'efficacité même dans une économie internationale ouverte où les biens et les capitaux sont très mobiles.

Certains des pays qui ont réduit l'inflation disposaient de banques centrales indépendantes. D'autres au contraire conservaient le système de subordination de la banque centrale à l'autorité politique. Il existe quelques indications tendant à montrer que, dans le moyen terme, des banques centrales indépendantes obtiennent des niveaux d'inflation plus faibles que des banques centrales sous contrôle gouvernemental. Mais la différence de résultat n'est pas très grande. Et rien ne prouve qu'une banque centrale européenne serait meilleure en la matière que des banques centrales nationales dont l'indépendance serait garantie de la même façon.

C'est d'ailleurs ce qui fait l'inquiétude des milieux financiers allemands, et plus particulièrement de la Bundesbank, à l'égard de la construction d'une monnaie unique. Et c'est pourquoi l'Allemagne demande des engagements aussi précis sur la fixation rigide de ce que doit être à l'avenir la politique monétaire européenne, en excluant notamment toute référence à un objectif de croissance ou d'emploi et en réclamant et imposant la sécurité additionnelle et superfétatoire de contraintes budgétaires inutilement restrictives.

Que reste-t-il alors de la liste des avantages supposés de cette monnaie unique ? Tout d'abord l'économie des coûts de transaction sur le change, mais cela n'est pas très important si la concurrence entre les banques et les établissements financiers joue à plein. Actuellement, les coûts de transaction élevés concernent plutôt les touristes, dont les échanges de devises ne constituent qu'une partie mineure de l'ensemble des transactions internationales, beaucoup plus faible que celle de l'ensemble des autres secteurs de l'économie.

Est-ce pour cela qu'il faudrait mettre en place « l'usine à gaz » de l'euro et accepter l'engrenage de la construction étatique fédérale dans laquelle il nous engage ?

Il reste en fait un argument très vague, mais obsessionnel, sur les avantages de « puissance économique » d'une « grande » monnaie internationale. Mais personne ne définit jamais précisément ce que seraient les avantages hypothétiques de cette « très grande monnaie » (TGM).

Il est vrai que l'utilisation internationale d'une monnaie dépend pour une bonne part du volume du commerce international du pays qui la gère, et particulièrement de ses exportations. De ce point de vue, une monnaie unique utilisée par tous les exportateurs européens jouerait un rôle plus important que le mark actuel, et a fortiori que le franc.

Mais le sens de la causalité va de l'importance de l'économie nationale à l'importance de la monnaie et non l'inverse. On peut, certes, avoir une monnaie assez largement utilisée au niveau international même si l'on est un petit pays, comme la Suisse. Mais personne ne prétend que la Suisse bénéficie d'une puissance économique particulière du fait que sa devise sert de refuge à beaucoup d'investisseurs internationaux.

Inversement, l'avantage éventuel pour les institutions financières locales de disposer d'une monnaie largement utilisée dans le monde existe certainement. La monnaie est la matière première des entreprises financières. Celles-ci perçoivent des marges sur son utilisation. Et l'on peut penser que les institutions financières nationales gagnent davantage que leurs concurrentes étrangères sur les transactions effectuées en leur propre monnaie.

Mais l'intérêt des institutions financières n'est que celui d'un secteur de l'économie. Il ne se confond pas avec l'intérêt de l'ensemble du pays. Si une monnaie

L'erreur européenne

forte et largement utilisée dans le monde est bonne pour les comptes d'exploitation des banques, elle peut être désavantageuse pour ceux des producteurs d'automobiles ou de produits chimiques, voire pour les industries agro-alimentaires. Une monnaie forte peut s'assortir d'inconvénients non négligeables : la demande internationale de la devise peut provoquer une appréciation, comme le constatent l'Allemagne depuis plusieurs années, ou la Suisse de façon récurrente. Ce qui rend la tâche des entreprises exportatrices plus difficile et ralentit la croissance économique, voire contribue à détruire entièrement certains secteurs industriels. Dans une période où l'industrie bancaire mondiale est en surcapacité et où sa rentabilité économique devient douteuse, il n'est pas évident qu'il soit de bonne politique de sacrifier d'autres secteurs à son profit.

Il existe en effet un « fardeau des économies à monnaie de réserve ». C'est celui qu'a éprouvé l'Angleterre dans le passé lorsque le sterling était la première monnaie internationale. C'est également la raison pour laquelle les Etats-Unis ont renoncé à jouer un rôle explicite de gestionnaire d'une monnaie de réserve en 1971 en abolissant le lien avec l'or et en laissant flotter le change en une politique de « douce négligence » (« *benign neglect* »).

En somme, pour un pays ou un continent, disposer d'une monnaie de réserve répond davantage à un rêve de banquier qu'à une opération profitable pour les industriels, les exportateurs, ou finalement pour les consommateurs. Il y a en effet des limites aux gains de productivité que peuvent réaliser les entreprises pour faire face à une réévaluation chronique du taux de change.

Il se trouve que les promoteurs de la monnaie unique étaient plutôt des financiers et banquiers publics que des industriels ou des exportateurs. Se pourrait-il que leurs vues aient été trop étroitement corporatistes ?

La monnaie unique contre l'économie

LES MARCHÉS COMMUNS NE SONT PAS NÉCESSAIREMENT DES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES

Mais à côté des avantages illusoire de la monnaie unique il faut tenir compte de la réalité du coût permanent qu'elle infligera sans aucun doute aux pays qui l'adopteront.

Dans ce qui précède nous avons vu que la fixité du change, qui impose une politique monétaire identique à deux économies nationales, risque de déterminer une inflation sous-optimale dans l'une ou l'autre de ces économies, ou dans les deux. Elle compromet alors le plein emploi dans l'économie concernée. La politique monétaire garde donc tout son intérêt pour l'obtention du plein emploi, y compris dans une économie très ouverte sur l'extérieur pour laquelle le taux de change joue un rôle décisif dans la détermination du niveau de la production. Cette conclusion va radicalement à l'encontre de l'orthodoxie monétaire, qui soutient que la gestion de la monnaie devient d'autant plus inefficace que l'économie est plus ouverte sur l'extérieur.

Pour que deux économies fixent leur taux de change de façon définitive, ce qui correspond dans le cas extrême au passage à une monnaie unique, il faut donc que le taux d'inflation « naturel » y soit le même. C'est une des conditions pour qu'un régime de change fixe entre deux pays soit avantageux.

Mais contrairement à ce que laisserait croire le dogme du conservatisme monétaire, qui ne prend en considération que le taux d'inflation pour définir les politiques conjoncturelles, la convergence des inflations n'est pas la seule condition économique de la fixité des changes ou encore de sa variante extrême, la création d'une monnaie commune. Il en existe d'autres, tout aussi importantes.

L'erreur européenne

Il est particulièrement intéressant d'observer que ces conditions ne sont pas réunies pour l'ensemble des pays européens. Ces derniers ne constituent donc pas entre eux une zone monétaire unique, « naturelle » ou « optimale ».

Dans ce cas l'institution d'une monnaie unique (ou un simple système de change rigidement fixé) entre pays qui ne constituent pas naturellement ou structurellement une zone monétaire optimale provoque des pertes de production et de croissance par rapport au potentiel de l'économie et interdit le plein emploi des facteurs de production, dont le travail.

La plupart des pays d'Europe ayant des caractéristiques qui ne font pas d'eux des membres d'une zone monétaire « naturelle », la constitution d'une monnaie unique y provoquera des retards de croissance récurrents et y abaissera en conséquence le niveau de vie par rapport à ce qu'il pourrait être sous un régime de change flexible et de politiques monétaires indépendantes.

En effet, à côté d'avantages des plus limités, ou même illusoire comme on vient de le voir, l'unification monétaire comporte des coûts qui n'ont été, jusqu'à une période récente, qu'assez peu étudiés. La théorie existe pourtant depuis longtemps. C'est celle des conditions qui doivent être réunies pour que plusieurs pays tirent avantage de la participation à une même « zone monétaire », théorie dite des « zones monétaires optimales ». Elle montre qu'une monnaie commune à plusieurs pays n'est avantageuse que lorsque leurs structures économiques présentent certaines caractéristiques bien définies. Dans le cas contraire, elle détériorera le niveau de bien-être des pays participants.

Cette analyse s'oppose donc au slogan « Marché unique, monnaie unique », qui implique que tous les pays ayant décidé de pratiquer entre eux un libre-échange

La monnaie unique contre l'économie

poussé devraient bénéficier de l'abandon de leur autonomie monétaire.

Rappelons rapidement ce que sont les caractéristiques qui rendent avantageux le recours à une monnaie commune, puis les conséquences que cette création entraîne pour les pays qui ne possèdent pas ces caractéristiques et ne font donc pas partie d'une zone monétaire optimale.

Dans le cas le plus simple, celui de deux pays, il est facile de montrer que la fixité du change, et donc sa version extrême, la création d'une monnaie commune qui exclut par définition toute modification ultérieure de parité, est d'autant plus souhaitable que le commerce extérieur de chacun des deux pays est plus important et massivement orienté vers l'autre plutôt que vers les pays tiers, que la mobilité des hommes, des biens et des capitaux y est plus grande, que les structures de production y sont semblables, que les taux d'inflation habituels sont voisins, et que les dimensions des économies sont différentes, l'une étant beaucoup plus petite que l'autre. Ce qui signifie, en somme, que les deux économies ne font en réalité qu'une entité économique, la plus petite n'étant qu'un appendice de la plus grande.

En effet, une économie très ouverte sur l'extérieur sera d'autant plus pénalisée par l'instabilité des changes qu'une fraction plus importante de ses consommations et de ses exportations va subir des variations de prix importantes qui vont bouleverser les calculs des producteurs et des consommateurs. Ce sera d'autant plus vrai que l'économie est de faible dimension et donc que ses prix intérieurs vont tendre à s'ajuster sur les prix internationaux, plutôt que l'inverse.

Pour la même raison, une économie qui effectue l'essentiel de ses échanges avec un partenaire principal aura évidemment intérêt à stabiliser ses prix dans

l'échange avec ce partenaire qui affecte de façon déterminante ses activités. Au contraire, un pays dont le commerce extérieur est géographiquement très diversifié ne dépendra qu'assez peu de ses échanges avec l'un de ses nombreux partenaires. Une modification du change avec l'un d'eux pourra être compensée par d'éventuelles modifications en sens inverse avec d'autres. La fixation des parités sera donc moins nécessaire, les risques de change se compensant entre eux.

Nous avons déjà examiné en détail les raisons qui rendent souhaitable une similitude des inflations, effectives mais aussi « naturelles », entre des économies qui veulent adopter des changes fixes ou une monnaie unique. Mais jusqu'à présent, dans la conception devenue traditionnelle d'un taux d'inflation arbitrairement choisi par les autorités monétaires, seule une volonté politique, par ailleurs inexplicquée, pouvait conduire à une divergence des taux d'inflation.

La nécessaire convergence des inflations, dans un système de change fixe, reposait donc finalement sur des préférences semblables de la part des gouvernements ou des banques centrales. Par contre, dans la conception d'un taux « naturel » d'inflation, il faut que les comportements d'optimisation des agents économiques en matière de fixation des prix soient semblables et que les économies considérées soient soumises à des chocs identiques. Ce qui nous ramène à la condition de similitude des structures de production énoncée par la théorie des zones monétaires optimales.

Enfin une forte mobilité des facteurs de production, travail et capital, facilite également la fixation des taux de change parce qu'elle constitue un bon mécanisme amortisseur des chocs aléatoires qui affectent l'économie locale. Si une économie participant à une zone de changes fixes subit seule une récession, elle peut s'adap-

ter dans la mesure où ses travailleurs et ses capitaux émigrent temporairement vers les autres régions ou pays de la zone, dans lesquels l'activité est plus soutenue. La première peut alors se dispenser du stimulant d'une dépréciation de change pour soutenir son activité et l'emploi des facteurs locaux.

Il est possible que deux économies disposant de toutes ces caractéristiques hormis la convergence des inflations soient conduites à adopter des changes fixes. Par exemple, deux économies qui ont des taux d'inflation naturelle différents mais un commerce très concentré, une forte mobilité des facteurs et une forte ouverture internationale, peuvent avoir intérêt à fixer leur taux de change, tous ces facteurs compensant les différentiels d'inflation.

Il est possible aussi de compenser l'absence de certaines des autres conditions nécessaires à une zone monétaire optimale par des interventions publiques, en particulier des transferts de revenus entre les régions en expansion et les régions en récession. Une politique monétaire unique qui ne permet pas de relancer l'activité dans la zone en récession pourra être maintenue si les contribuables de la zone en expansion versent à un Etat central des impôts qui serviront à aider les chômeurs de la zone touchée par la crise. C'est ce qui se passe notamment aux Etats-Unis qui ne constituent pas véritablement une zone monétaire optimale bien qu'ils disposent depuis longtemps d'une monnaie unique.

PLUSIEURS DOLLARS POUR LES ETATS-UNIS?

Les Etats de l'Union nord-américaine ont des structures d'activité assez différentes. De ce point de vue ils ne répondent pas à toutes les conditions d'une zone monétaire optimale bien que la mobilité des facteurs y soit éle-

vée. Mais leur taux d'inflation effectif diffère tandis que leur commerce « extérieur » n'est pas nécessairement concentré sur les Etats voisins.

Selon une étude de la Banque Fédérale de Réserve de Boston⁹, cinq ou six grandes régions constituent des zones monétaires optimales à l'intérieur même des Etats-Unis. Ces derniers de ce fait ne remplissent pas les critères économiques qui justifient l'utilisation d'un « dollar unique ». Il pourrait donc y avoir, sans surcoût notable, plusieurs dollars différents dans la Fédération américaine.

Pour le montrer, l'auteur de l'article, Geoffrey Tootell, prend l'exemple du choc pétrolier de 1974. C'est un cas parfait de « choc asymétrique » en ce que certains Etats sont exclusivement importateurs de pétrole, et forts usagers, tandis que d'autres en utilisent moins, et que certains comme le Texas en sont de grands producteurs. Suite au quadruplement du prix du pétrole, le Texas vit sa richesse augmenter soudainement, le prix de ses exportations de brut vers les autres Etats ayant été instantanément multiplié, alors que le prix de ses importations restait inchangé.

A l'inverse, le Michigan, fort producteur d'automobiles et à ce titre très sensible aux variations du prix de l'essence, fut considérablement appauvri, du jour au lendemain. Par la suite, le taux de croissance du revenu réel par tête atteignit 1 % au Texas tandis qu'il tombait à -6 % dans le Michigan.

Dans la mesure où les prix et les salaires ne sont pas parfaitement flexibles, ni à la baisse ni à la hausse, le chômage augmenta dans le Michigan et fut réduit au Texas. En l'absence de politique monétaire indépendante dans ces deux Etats, il fallait que les salaires réels baissent dans le premier et montent dans le second, ou alors que les travailleurs licenciés du Michigan se déplacent au

Texas pour y trouver des opportunités d'emploi qui d'ailleurs s'y développaient.

Mais en réalité les salaires étaient rigides et la mobilité des salariés insuffisante, ce qui entraîna une persistance des déséquilibres. Une politique monétaire différenciée aurait permis de freiner la surchauffe économique au Texas et de relancer l'activité au Michigan, supprimant la pénurie de travail et l'inflation salariale dans le premier cas (ainsi que l'inflation des prix locaux qui devait en résulter) et réduisant le sous-emploi et la récession dans le second. Une telle politique monétaire indépendante se serait traduite par une variation du taux de change entre le « dollar texan » et le « dollar du Michigan », si elle avait été possible. Elle aurait aussi rétabli la balance des paiements dans chaque Etat, favorisant les exportations du Michigan et développant les importations du Texas.

Tootell souligne que même en cas de flexibilité des salaires et de mobilité géographique des salariés, il suffit que les gouvernements aient des préférences différentes en matière d'inflation et de croissance pour que chacun d'eux ait intérêt à conserver son indépendance monétaire.

Ces différences de préférences semblent avérées s'agissant des grands pays industriels, comme le montrent par exemple les divergences des performances économiques suite au choc pétrolier de 1973. De cette date à la fin de 1975 les Etats-Unis ont accepté un accroissement de l'inflation de 2,9 % et pour le chômage de 3,6 %, tandis que la Grande-Bretagne acceptait une augmentation de plus de 15 % de son inflation mais de 1,4 % seulement de son chômage. La France laissait ses prix monter de 4,8 % et son chômage de 1,3 % seulement, choisissant comme la Grande-Bretagne l'inflation plutôt que le chômage, tandis que l'Allemagne au contraire faisait baisser son inflation de 1 % au prix d'une augmentation de 2,7 % de son chômage.

Ajoutons que ces préférences peuvent mieux se comprendre si elles ne sont pas discrétionnaires ou totalement arbitraires mais reflètent des différences de coût structurelles dans les conditions de l'arbitrage entre inflation et chômage d'un pays à l'autre. Les élus politiques ne font alors que traduire en prix et en emploi les caractéristiques économiques des pays qu'ils représentent.

Poursuivant son raisonnement, l'auteur entreprend de montrer que les Etats-Unis ne constituent pas une zone monétaire optimale. Les mouvements de la conjoncture sont en effet très peu coordonnés entre plusieurs Etats. Par conséquent il y aurait avantage à ajuster de temps à autre les taux de change entre « dollars régionaux », s'ils existaient, au sein des Etats-Unis, compte tenu de la rigidité relative des salaires, de l'imparfaite mobilité du travail, et des chocs asymétriques qui affectent ces Etats.

Il semble qu'il y ait en fait, au regard de la divergence des conjonctures régionales, plusieurs zones monétaires optimales au sein de l'Union : le Far West (Californie, Oregon), le Sud-Est, les Etats agricoles de la « Farm Belt » (Nord-Ouest), les Etats industriels du Midwest, les Etats atlantiques du Sud-Est et la Nouvelle-Angleterre. Il est d'ailleurs intéressant de noter que la division du Système Fédéral de Réserve en onze districts bancaires correspond d'assez près à ces zones optimales.

C'est aussi la conclusion à laquelle arrivent d'autres économistes utilisant des techniques différentes¹⁰. Concernant les Etats-Unis, les auteurs montrent que les divers Etats se regroupent en plusieurs zones monétaires optimales, qui diffèrent selon que l'on admet un nombre plus ou moins grand de telles zones à l'intérieur de l'Union. Lorsqu'on en admet cinq par exemple, la Californie, le Colorado, Hawaï, le Maine, le Dakota du Nord, l'Utah et l'Etat de Washington forment une même zone, tandis qu'à lui seul le Michigan constitue une zone moné-

taire séparée. Les auteurs chiffrent aussi les pertes de bien-être (substantielles) qui résultent du fait d'imposer une seule monnaie à l'ensemble des Etats de l'Union, ou deux ou trois monnaies. Ils montrent que pour vingt à trente monnaies, les cinquante Etats américains verraient les pertes de bien-être résultant de l'existence de monnaies communes à plusieurs d'entre eux tomber à presque rien.

Pourtant, bien que n'étant pas une zone monétaire optimale, les Etats-Unis ont pu conserver une seule monnaie depuis plus d'un siècle. S'ils ont pu le faire sans trop de dommages pour leur économie, c'est qu'ils ont bénéficié de mécanismes compensatoires de redistribution fiscale.

Mais est-ce un exemple pour l'Europe ?

Remarquons tout d'abord que le processus de centralisation monétaire ne s'y est produit que lentement et tardivement. Le système de la réserve fédérale, la banque centrale des banques centrales, n'a été établi qu'à la veille de la première guerre mondiale, soit plus d'un siècle après la fondation de l'Union. Ce qui montre à la fois une certaine prudence des autorités monétaires et la difficulté probable de la tâche unificatrice.

D'autre part, il est vrai, comme nous l'avons noté plus haut, qu'une politique monétaire unique peut s'appliquer à une zone monétaire non optimale si un système de transfert de revenus prélève des recettes fiscales sur les régions en croissance pour venir en aide aux régions en récession. C'est ce qui existe aux Etats-Unis du fait de la fiscalité fédérale, comme le font remarquer des économistes aussi reconnus que Martin Feldstein¹¹ ou Xavier Sala-i-Martin et Jeffrey Sachs¹².

C'est ce qui a permis au système de changes fixes interne au pays de se maintenir alors qu'au plan international le système de l'étalon-or, puis celui de Bretton

Woods éclataient sous la pression de déphasages de conjoncture entre pays membres.

Les transferts quasi automatiques induits par l'impôt fédéral servent en quelque sorte d'assurance aux Etats membres en redistribuant les recettes provenant des Etats prospères vers les Etats moins favorisés par la conjoncture, par le jeu des programmes fédéraux d'aide sociale. Comme le barème de l'impôt sur le revenu est progressif l'effet redistributif est majoré.

Sala-i-Martin et Sachs chiffrent l'ampleur de ce mécanisme. Ils trouvent qu'en moyenne, pour un dollar de revenu perdu, un Etat américain voit diminuer le prélèvement fiscal de 33 à 35 cents environ, tandis que les transferts fédéraux qu'il reçoit augmentent d'une valeur comprise entre 2 et 5 cents, autour d'une moyenne de 3 cents. Au total, le revenu après fiscalité d'un Etat en récession ne baisse plus que de 62 cents en moyenne pour tout dollar de production perdu. Ce qui rend les chocs différentiels (ou « asymétriques ») plus supportables pour chacun des Etats de l'Union.

Conserver une politique monétaire indépendante et les taux de change ajustables qui l'accompagnent devient de ce fait moins nécessaire. Il s'ensuit que les économistes sont enclins à conclure que c'est l'existence d'un système fiscal commun, constituant une sorte d'assurance contre les chocs conjoncturels asymétriques, qui permet de maintenir un taux de change irrévocablement fixe entre plusieurs Etats qui ne constituent pas ensemble une zone monétaire optimale.

Comme l'écrivent Sachs et Sala-i-Martin :

... C'est une leçon que doivent méditer les partisans d'une monnaie unique européenne : la création d'une monnaie unifiée sans un dispositif d'assurance fédéral (sous-entendu « fiscal ») pourrait bien conduire ce projet à un échec final.

Il existe, il est vrai, sur notre continent un prélèvement fiscal au niveau européen, mais son ampleur est négligeable. Selon les calculs des auteurs, une récession de un dollar dans un des pays de la CEE ne diminuera le prélèvement fiscal européen de ce pays que d'un demi-cent en moyenne, contre trente-quatre aux Etats-Unis.

La conclusion qui se dégage de cette analyse est que l'union monétaire est impossible en l'absence d'une fédération politique préalable, disposant d'un appareil fiscal étoffé.

Il pourrait néanmoins se faire que les conditions d'une zone monétaire optimale soient réalisées en pratique entre certains pays européens, rendant inutiles, ou moins nécessaires, la création d'un Etat européen et la mise en place d'une fiscalité continentale fédérale.

C'est la question empirique que nous examinons un peu plus loin. Mais il importe de souligner auparavant ce que sont les conséquences de l'unité de monnaie entre Etats qui ne font pas naturellement partie d'une zone monétaire optimale.

Dans ces conditions, des parités fixes mais occasionnellement révisables constituent un moindre mal. On peut adapter relativement fréquemment le prix externe des biens et services comme celui du travail, en tournant aisément les rigidités internes.

Mais des parités immuables, comme voudraient l'être celles des zones monétaires, sont dangereuses si les conditions économiques divergent entre pays membres, ce qui ne peut manquer de se produire un jour ou l'autre. Il n'y a plus alors de correction possible que par la disparition ou la création d'entreprises, et entre-temps par les transferts qu'opèrent les finances publiques.

Plusieurs expériences de changes fixes ont fait la preuve de ces travers. Notamment celle des années 30 où

plusieurs pays européens ont, après les péripéties de la guerre, tenté de retourner aux parités d'avant le conflit en remettant en vigueur le système de l'étalon-or abandonné pendant les hostilités.

Mais c'est aussi ce que nous vivons dans les années 90 avec l'expérience en cours de l'étalon-mark. C'est enfin ce qu'ont connu les pays africains de la zone franc à la fin des années 80.

LE DRAME ÉCONOMIQUE DES ANNÉES 30

Le système de l'étalon-or, qui impliquait des parités de change fixes entre les pays participants, fut restauré après la guerre mondiale, signe d'un retour à une gestion « saine » de la monnaie après les excès inflationnistes nécessités par le conflit. Compte tenu des parités retenues à l'époque et de la rareté du métal jaune, cette décision contribua de manière décisive à la déflation qui devait transformer, entre 1929 et 1931, une crise boursière sérieuse mais non catastrophique en débâcle financière puis en dépression profonde. Les travaux récents de macroéconomistes et historiens de la monnaie comme Barry Eichengreen et Jeffrey Sachs¹³ établissent ce fait et viennent conforter l'analyse par Friedman des responsabilités de la politique monétaire dans le drame économique des années 30.

En raison de la profondeur de la crise, la Grande-Bretagne, la première parmi les pays qui avaient choisi le retour au système antérieur, donne le signal de l'abandon de l'étalon-or en 1931. Cependant, dès décembre 1929 l'Argentine et l'Uruguay avaient suspendu le règlement en or tandis que la Hongrie, le Paraguay et le Brésil se trouvaient dans l'incapacité de maintenir la parité de leur monnaie. En 1930, les taux de change du Chili, du Vene-

zuela, du Pérou, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande chutent.

Les difficultés internationales sont relayées, en Europe et en Amérique, par des crises financières : crise bancaire aux Etats-Unis à la fin de 1930, en Autriche et en Allemagne l'été suivant. Lorsque la Grande-Bretagne est forcée de dévaluer, plusieurs autres pays en font autant bien qu'ils n'y soient pas réellement contraints. A la fin d'octobre 1931 tous les dominions britanniques (à l'exception de l'Afrique du Sud), le reste de l'Empire britannique, les quatre pays scandinaves, le Portugal, l'Égypte, la Bolivie et la Lettonie ont déprécié leurs monnaies. Ils sont suivis dans les six mois par le Japon, la Grèce, le Siam et le Pérou.

Un nouveau cycle de dépréciations commence avec la chute du dollar en 1933. En mars Roosevelt avait introduit des restrictions sur les mouvements d'or et de devises... Le mois suivant il rend illégale la détention d'or par des particuliers. A ce point, le dollar commence à flotter. En relevant à plusieurs reprises le prix en dollars de l'or, l'administration Roosevelt réalise une dévaluation substantielle. Ce qui provoque une série de dévaluations de rétorsion ou « compétitives ». L'Afrique du Sud rejoint la zone sterling dans le flottement. Les devises d'Amérique latine poursuivent leur chute. Le yen rompt à la baisse son lien quasi fixe avec la zone sterling. Les seules grandes monnaies qui restent librement convertibles sont celle du Bloc or : la France, la Belgique, la Hollande, l'Italie, la Pologne et la Suisse. En mars 1935, confrontée à des difficultés croissantes alors que le pays est très ouvert sur l'extérieur, la Belgique doit abandonner le Bloc or. Suivie par les autres pays du Bloc en 1936.

Les effets sur la production industrielle ne se font pas attendre. Les pays qui n'ont pas déprécié leur monnaie, ou peu, voient leur production de 1935 chuter ou stagner

par rapport à son niveau de 1929. C'est le cas de la France, des Pays-Bas, de l'Italie et de l'Allemagne. Ceux au contraire qui ont déprécié leur monnaie de 30, 40 ou 50 % relativement à 1929 voient leur production augmenter de 10, 20 ou 30 % par rapport à la même année. C'est le cas de la Grande-Bretagne, de la Suède, du Danemark et de la Finlande.

Il en va de même pour la performance à l'exportation. La France, là encore, paie au prix fort sa « santé monétaire ». Et les conséquences sont exactement semblables pour la propension à investir qui reste stagnante. L'orthodoxie monétaire lamine l'investissement en France, en Belgique, en Italie et en Allemagne, alors qu'il se maintient dans les pays nordiques et en Grande-Bretagne.

Incidemment les changes forts déterminent des salaires réels croissants alors même que le chômage atteint des niveaux catastrophiques, tandis que les pays qui ont choisi la voie de la dépréciation ne connaissent que des augmentations modérées du niveau réel des rémunérations.

Les pays qui dévaluent peuvent adopter une politique monétaire plus expansive et baisser les taux d'escompte de leurs banques centrales, ce qui favorise la baisse générale des taux et accroît en même temps l'incitation à investir.

Au total, les effets de la dépréciation du change apparaissent massifs et positifs. Se sont-ils produits, comme on l'a longtemps soutenu, au détriment des pays qui ont maintenu la parité avec l'or ? Le flottement à la baisse a-t-il constitué une « *beggar-my-neighbour policy* », une politique de dévaluation agressivement compétitive qui consiste à déshabiller Pierre pour vêtir Paul ?

Eichengreen et Sachs ne trouvent pas d'évidence empirique dans ce sens parce que l'effet de relance des économies dévaluationnistes a en réalité profité aux pays non

dévaluationnistes en soutenant l'activité économique globale.

Finalement le dernier carré des partisans de l'étalon-or jettera l'éponge en 1935-1936, après avoir enregistré des dommages économiques considérables, et en pure perte. L'expérience du retour à la fixité des changes et à des parités excessives, le conservatisme monétaire aveugle, aura coûté cher à la France, à l'Italie et à l'Allemagne, et pas seulement en termes économiques.

LA FAUTE DES ANNÉES 90

Un scénario du même genre se produit à nouveau, incroyablement, au début des années 90. En 1992-1993, lors de l'effondrement du SME sous les assauts des opérateurs internationaux, plusieurs pays européens ont choisi une politique de retour au flottement. L'Italie, le Portugal, l'Espagne, la Suède et la Grande-Bretagne n'ont pas à proprement parler dévalué leurs monnaies car la dévaluation n'intervient que dans un système de changes fixes où l'on passe d'une parité administrée à une autre. Mais ils ont choisi de laisser flotter leurs devises par rapport au mark ainsi qu'aux monnaies des pays qui décidaient de rester alignés sur lui, à savoir la France, la Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche et la Suisse. De fait, ce second groupe de pays décidait de poursuivre une politique de réévaluation de moyen terme dans la mesure où le deutsche Mark s'apprécie tendanciellement face à l'ensemble des autres devises nationales.

Nous avons donc une nouvelle expérience de laboratoire sur les conséquences du choix d'une politique de change conservatrice. Il est possible en effet d'examiner les performances comparées des pays qui ont laissé flotter leur monnaie ainsi que celles, très différentes, des pays qui ont choisi de suivre le mark dans son ascension.

C'est l'étude qu'a menée récemment Robert J. Gordon en mesurant les résultats des deux groupes de nations sur la période allant du deuxième trimestre de 1992 au deuxième trimestre de 1995, dernière date pour laquelle il disposait des données macroéconomiques nécessaires¹⁴.

La réévaluation moyenne des cinq pays liés au mark a été de 10,2 % sur la période tandis que la dépréciation moyenne de l'Italie, du Portugal, de l'Espagne, de la Suède et de la Grande-Bretagne atteint 22,2 %. Les deux groupes ont connu une accélération de la croissance du produit national nominal, mais la croissance réelle a été nettement supérieure dans les pays qui ont déprécié leur monnaie, 2,7 % sur quatre ans contre 1 % pour les pays qui ont laissé s'apprécier leur devise. Et l'inflation a diminué dans les deux groupes, ce qui contredit totalement les sombres prévisions de dérapage incontrôlé que les partisans de l'euro formulaient à l'égard des pays qui renonceraient à la fixité par rapport au deutsche Mark.

On constate ainsi l'évidence : le flottement n'entraîne pas nécessairement la dépréciation continue du change ni une inflation intérieure explosive. Phénomène encore plus surprenant pour la thèse intégriste, les pays qui ont choisi le flottement à la baisse ont en fait enregistré une désinflation plus marquée que les pays réévaluationnistes ! Moins 1 % d'inflation sur la période contre moins 0,6 % seulement pour les pays qui sont restés de fait dans la zone mark !

Les nations qui ont choisi le flottement ont donc glané tous les avantages : une croissance réelle plus forte et une désinflation plus rapide que celles des pays de la zone mark, en contradiction totale avec le dogme des euro-monétaristes.

Cette expérience éclairante confirme ce que nous avons vu précédemment : le taux de change reste un ins-

trument important et efficace de la politique macroéconomique. Une modification de la parité peut altérer sensiblement l'évolution de la croissance réelle et de l'emploi.

D'autre part, l'expérience montre aussi que l'environnement international contemporain exclut une reprise rapide de l'inflation, sauf politique de relance monétaire outrageuse, et que les politiques monétaires nationales doivent en tenir compte et en tirer profit.

Compte tenu de la faiblesse de son inflation, la France en particulier dispose d'une marge de manœuvre significative pour relancer son économie. Il aurait été logique, et avantageux dans cette perspective, de réajuster la valeur du franc par rapport au mark dès 1991 ou 1992. Mais il n'est toujours pas trop tard pour le faire, quelques années plus tard, contrairement à ce que les euro-monétaristes soutiennent de façon illogique. La nécessité s'en fait au contraire sentir davantage dans la mesure où les pays de la petite zone mark ont en fait réévalué continuellement leurs monnaies pendant la période, tandis que ceux du groupe des pays qui ont adopté le flottement ont laissé les leurs se déprécier. Il s'ensuit que les premiers, et la France particulièrement, connaissent aujourd'hui un taux de chômage supérieur au taux « naturel », la plupart des spécialistes estimant que ce dernier doit se situer actuellement dans une fourchette comprise entre 7 et 8 % de la force de travail¹⁵.

Dans la mesure où l'exemple des pays « dévaluationnistes », ou plus exactement qui ont choisi le flottement à la baisse, montre que l'on peut se dispenser de la fixité du change sans relancer l'inflation, il faut nécessairement conclure que la politique monétaire et de change est responsable, avec la politique budgétaire, et sans bénéfice pour la stabilité des prix, d'au moins quatre points de chômage en France, soit d'environ un million de chômeurs.

L'erreur européenne

L'AFRIQUE SINISTRÉE PAR LE FRANC FORT

L'expérience de la zone franc va tout à fait dans le même sens. Créée il y a plus d'un demi-siècle, la zone franc, qui rassemble les principaux pays francophones d'Afrique occidentale et équatoriale ainsi que les Comores, assure la convertibilité du franc CFA et du franc comorien avec le franc français à parité fixe. Celle-ci est restée inchangée depuis 1948 et 1979 respectivement, aux taux de 50 francs CFA et 50 francs comoriens pour un franc français. Ce qui a conduit tous les pays concernés à suivre l'évolution du franc français et celle de l'inflation française.

Pendant les années où le franc français se dépréciait périodiquement et où l'inflation française était dans la moyenne ou supérieure à la moyenne de ses partenaires commerciaux, cela ne posait guère de problème aux pays africains. Le cours du franc ne pénalisait pas leurs exportations et le taux d'inflation français était suffisamment élevé pour faciliter les ajustements de prix intérieurs sans crainte de récession.

Mais au cours des années 80 les choses ont changé et le danger des parités fixes entre pays qui ne font pas partie d'une zone monétaire optimale s'est révélé dans toute son ampleur¹⁶.

En effet, depuis 1985, la situation économique globale de l'ensemble des pays membres de la zone s'est fortement détériorée, suite notamment aux contrecoups de deux chocs extérieurs majeurs.

En premier lieu, ces pays ont subi une chute de près de 50 % de leurs termes de l'échange entre 1985 et 1993, en raison de la baisse considérable et prolongée des prix mondiaux de leurs principales exportations, en particulier le cacao, le café, le coton et le pétrole. Ces évolutions

La monnaie unique contre l'économie

appelaient, si l'on voulait éviter une trop forte contraction des recettes d'exportation, une baisse du change qui agisse rapidement sur le prix d'exportation sans obliger à une pénible déflation interne qui demande toujours du temps.

En second lieu, cette perte de compétitivité a été aggravée depuis 1985 par la forte appréciation du franc français vis-à-vis des monnaies des principaux partenaires et concurrents commerciaux de la zone. Par ailleurs, l'ensemble de la zone était handicapé par divers problèmes structurels et sectoriels, notamment des coûts salariaux relativement élevés.

Certes la réduction de la demande globale, l'« ajustement interne », aurait permis de provoquer des baisses de prix et de salaires, mais entraîné une récession. C'est ce qui a été tenté dans un premier temps, la parité avec le franc français apparaissant comme un tabou, du fait en particulier de l'attitude des autorités françaises qui voyaient dans les difficultés des pays africains le résultat d'une gestion budgétaire et monétaire trop laxiste alors qu'elles résultaient pour une bonne part des deux chocs que l'on vient d'évoquer.

Ainsi, en dépit des efforts d'ajustement interne, la situation économique et financière a continué de se dégrader et le revenu par habitant n'a cessé de diminuer. Le secteur public, notamment, a dû faire face à des problèmes croissants. Le déficit de l'Etat s'est creusé du fait du rétrécissement de la base d'imposition, imputable principalement à la perte de compétitivité des secteurs des exportations et des produits de substitution aux importations, et au développement du secteur informel, importations illégales comprises. La hausse des coûts de production, notamment des coûts salariaux, a contribué à une forte baisse de la rentabilité des entreprises publiques et a entraîné une réduction de leurs contributions fiscales.

tout en nécessitant des aides budgétaires de plus en plus massives.

Dans un tel contexte, l'attrait de la zone franc pour les investisseurs a beaucoup diminué – malgré la stabilité des prix et des taux de change – et la fuite des capitaux s'est considérablement accélérée. Plusieurs pays ont essayé de répondre à ces difficultés en renforçant leur ajustement interne. Cependant, l'ampleur des chocs et la dimension des déséquilibres étaient telles que ces mesures, bien que nécessaires, n'ont pas suffi à rétablir l'activité économique.

La poursuite de cette stratégie s'est soldée par un alourdissement de la fiscalité sur les secteurs productifs et par des coupes sombres dans certaines dépenses de fonctionnement ou d'équipement prioritaires (santé, éducation, infrastructures matérielles) qui ont compromis les chances d'une reprise durable de la croissance et de l'investissement privé, ainsi qu'en témoigne la comparaison des principaux indicateurs économiques et financiers de la zone et des autres pays subsahariens depuis le milieu des années 80.

C'est ainsi qu'entre 1986 et 1993 la croissance moyenne du PIB réel des pays de la zone n'a atteint que 0,1 % l'an alors qu'elle était de 2,5 % dans les pays africains qui n'en faisaient pas partie¹⁷. Dans le même temps le déficit budgétaire se situait à 7,6 % du PIB dans la zone contre 5,6 % pour les pays non membres.

Finalement, après avoir longtemps refusé l'évidence, et devant la menace d'un éclatement de la zone au profit d'un chacun pour soi, la France acceptait le diagnostic de surévaluation de change et le 11 janvier 1994, à Dakar, les pays membres ont décidé d'une stratégie nouvelle comprenant un réaligement des parités du franc CFA et du franc comorien : baisse de 50 % en monnaie étrangère pour le premier et de 33 % pour le second.

Le réaligement monétaire ainsi que les mesures d'accompagnement en matière budgétaire, monétaire, salariale, structurelle et sociale devaient déboucher sur une amélioration très sensible de la compétitivité des économies concernées et le rétablissement des grands équilibres économiques. La croissance globale retrouvait rapidement un taux positif pour se situer par la suite entre 4 et 6 % en termes réels. Cette stratégie permettait au surplus de réduire les besoins nets de financement du secteur public et d'éliminer les arriérés de paiement intérieurs et extérieurs.

Cette expérience radicale et réussie montre à quel point les prix, et au premier chef le prix de la monnaie nationale, le taux de change, jouent un rôle essentiel pour l'évolution de l'économie réelle. Face au déséquilibre croissant des économies des pays africains, nous avons vu que la première réaction des responsables français avait été d'incriminer le laxisme de leur gestion budgétaire et monétaire, soutenant ainsi qu'il ne fallait en aucun cas dévaluer le franc CFA de peur d'encourager ce manque de rigueur supposé. De même, de façon typique, la réaction des responsables africains eux-mêmes a souvent consisté à s'interroger sur les raisons qui faisaient que les investisseurs étrangers ne « jouaient plus leur rôle » et refusaient d'investir dans leurs pays et de prendre des risques « normaux » d'entreprise.

En réalité, aucun de ces deux phénomènes n'était particulièrement responsable de la dégradation de la situation : ils n'en étaient que les conséquences. La responsabilité fondamentale venait de la fixation rigide de la parité des changes dans des circonstances qui appelaient une adaptation flexible. Le rôle des prix, que les économistes soulignent toujours, apparaissait ainsi de façon éclatante.

Et c'est exactement le même phénomène, quoique

d'une acuité moindre, qui frappe les pays européens aujourd'hui et tout particulièrement la France : la fixation rigide de la parité de change avec une monnaie en réévaluation tendancielle, le mark, fait que les exportations sont étouffées, l'activité économique est étranglée, le ralentissement de la croissance déséquilibre les finances publiques et les budgets sociaux. Moyennant quoi, les bons esprits qui ne reconnaissent pas le rôle des prix ou ne veulent pas remettre en cause le tabou politique de la parité de change avec l'Allemagne multiplient les diagnostics sur la nécessité d'une rigueur accrue, d'une coupe sombre dans les dépenses publiques, d'une plus grande flexibilité sur le marché du travail (lire : une réduction des salaires nominaux avant même que les prix aient baissé de façon semblable) et autres politiques « d'ajustement », c'est-à-dire déflationnistes, qui ne peuvent que ralentir davantage l'activité, déséquilibrer un peu plus les comptes publics et accroître le chômage.

La leçon de la zone franc devrait être mieux étudiée par nos responsables politiques, y compris dans les conséquences ultimes qu'elle a failli provoquer, à savoir sa propre disparition, pure et simple.

LE CALCUL DE L'UNION EUROPÉENNE

Le déterminant structurel le plus simple indiquant qu'une politique monétaire commune peut convenir à plusieurs pays, c'est le parallélisme des conjonctures. S'il est fort, chaque pays aura besoin en même temps d'une politique d'expansion ou d'une politique de freinage.

Une première approche de la désirabilité d'une union monétaire consiste ainsi à mesurer les corrélations des cycles d'activité économique dans les divers pays considérés. Une forte corrélation ou une forte convergence des conjonctures conduisent à penser qu'il n'y a que peu de

chocs réellement asymétriques, ou encore que ces chocs, lorsqu'ils se produisent, n'affectent que faiblement les économies de la zone considérée. Il apparaît alors possible de renoncer sans dommage à l'indépendance monétaire nationale¹⁸.

L'observation des conjonctures croisées, au cours des années récentes, montre ainsi que les économies européennes sont assez peu en phase dans leurs évolutions. La convergence des conjonctures reste faible. Il apparaît que les convergences existantes tracent la frontière d'une zone monétaire optimale en Europe autour de l'Allemagne et des petits pays voisins (Benelux, Pays-Bas) auxquels pourrait, dans une moindre mesure, se joindre la France.

Une approche plus fine consiste à étudier les liens entre les régimes monétaires choisis par les divers pays du monde et les caractéristiques qui, selon l'analyse des zones monétaires optimales, devraient les conduire à pencher soit vers les changes fixes, soit vers les changes flexibles – telles que la concentration du commerce extérieur, la mobilité des facteurs de production, l'ouverture de l'économie et la distance avec les partenaires commerciaux¹⁹.

On décèle effectivement une relation systématique entre ces caractéristiques nationales et les choix que font les pays entre des changes fixes et des changes flexibles. Une simple application de cette relation générale aux pays européens, en prenant pour référence le régime de change qu'il convient d'adopter à l'égard de l'Allemagne, nous montre immédiatement lesquels d'entre eux ont intérêt à maintenir des changes fixes avec la République fédérale et quels autres ont intérêt à conserver les changes flottants.

Selon ces calculs, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, et dans une moindre mesure peut-être l'Italie, ont intérêt à conserver des changes flottants²⁰.

Au contraire le Danemark, la Belgique et les Pays-Bas ont clairement intérêt à entrer dans un système de change fixes avec l'Allemagne dans la mesure où leur indicateur synthétique du régime de change le plus adapté est négatif.

Il est frappant de constater que cette conclusion confirme approximativement le bien-fondé de l'existence de la petite zone mark, qui réunit justement les pays les plus convaincus de la nécessité de l'euro²¹.

Tout cela est strictement conforme à la théorie des zones monétaires optimales, qui indique que de petits pays qui ont des échanges intenses et concentrés avec un grand voisin ont intérêt à fixer leur change par rapport à sa devise. Tel est bien le cas de la Belgique, des Pays-Bas et, de l'Autriche qui appartiennent déjà de fait à une zone mark informelle.

Il apparaît en somme assez peu indiqué pour la France, l'Italie, la Grande-Bretagne et l'Espagne de se lier par une monnaie commune avec l'Allemagne.

Mais l'extraordinaire de la situation est que, de son côté, l'Allemagne ne devrait pas avoir de penchant particulier pour le maintien de changes fixes. Les indicateurs de régime de change, calculés par rapport à l'ensemble des autres pays européens, indiquent qu'elle devrait choisir le flottement. En somme l'Allemagne n'a pas intérêt à la construction d'une zone mark en Europe!

Est-ce un paradoxe? Pas réellement. Il s'agit de son intérêt économique bien compris. Les acteurs économiques sont d'ailleurs bien conscients de ces réalités sous-jacentes, même s'ils ne savent pas en faire rigoureusement l'analyse. C'est ainsi que l'opinion allemande, pour diverses raisons, est opposée à l'euro dans une proportion de deux contre un, rejoignant ainsi les résultats du calcul économique.

Qu'il soit optimal pour l'économie allemande de faire

cavalier seul en matière monétaire, sans partager la définition de sa politique avec d'autres pays, c'est bien ce que l'on a observé dans les dernières années. La Bundesbank a maintenu rigide sa politique monétaire intégriste sans se soucier de ses partenaires, en laissant à ces derniers le soin de se rapprocher du mark dans la mesure où ils le souhaitent. Mais sans infléchir sa trajectoire pour les y aider. Au contraire elle a, en deux occasions au moins, quelque peu poussé vers la sortie du système des changes fixes européen les devises qui s'efforçaient de se rapprocher du futur euro alors que les dirigeants de la Buba ne le souhaitent pas vraiment : la livre et la lire.

Dans cette perspective, l'attitude officielle de la France est contraire à son intérêt économique puisque tous ses gouvernements ont milité en faveur de l'euro. Cela ne peut s'expliquer que par une volonté extra-économique, c'est-à-dire politique. Comme dans les années 30, c'est à nouveau pour des raisons largement historiques, politiques et philosophiques plutôt que purement économiques que certains pays sont restés accrochés à l'étalon-or alors que les circonstances poussaient logiquement à son abandon²².

Et c'est bien ce que nous expliquent finalement nos responsables monétaires lorsqu'ils déclarent qu'ils veulent l'union monétaire pour réaliser l'union politique, de façon à maintenir l'Allemagne dans le giron des nations européennes de l'Ouest, contre la tentation du cavalier seul qui se retournerait vers le centre et l'est du continent.

La politique d'union monétaire constitue ainsi un contresens économique fondamental pour ses deux principaux protagonistes. Si l'on tenait malgré tout à plaquer une monnaie unique sur l'ensemble hétérogène que forme le couple franco-allemand, il faudrait accepter la création d'une entité politique fédérale dont le budget

commun remplacerait celui des Etats membres. Comme rien de tel n'est envisageable à la date des échéances de création de l'euro, la poursuite de la construction monétaire doit engendrer des crises économiques et de change récurrentes dont la perspective rend peu probable en réalité la concrétisation de la monnaie unique.

Si elle devait cependant être réalisée du jour au lendemain par un acte politique discrétionnaire, l'Union monétaire européenne déterminerait des chocs asymétriques générateurs de difficultés économiques et sociales explosives dans certains des pays membres d'une telle zone monétaire « non optimale ».

Et les difficultés pourraient aller croissant. L'unification d'un grand marché détermine en effet un accroissement de la spécialisation industrielle au sein des économies qui s'y inscrivent. Or la spécialisation fait diverger les structures économiques nationales. Il s'ensuit que les chocs qui affectent périodiquement tel ou tel secteur vont devenir de plus en plus spécifiques à chaque nation avec le développement des échanges dû au marché unique.

On observe cette tendance à la spécialisation au sein des économies nationales sous la forme des polarisations Nord-Sud par lesquelles une région s'appauvrit pendant qu'une autre prospère. Le même effet accentuera les divergences au sein de l'espace européen, en dépit des transferts coûteux de l'aide régionale de Bruxelles. Celle-ci ne pourra pas davantage atténuer les différences locales que les aides de Milan n'ont pu résoudre le problème du Mezzogiorno, ni d'ailleurs que celles de Bonn, puis de Berlin, n'ont pu empêcher la destruction de l'industrie des Länder de l'Est, victime de l'unification monétaire allemande.

L'intégration monétaire est ainsi à double tranchant. Contrairement au slogan de la Commission, le marché unique plaide en réalité pour une différenciation accrue

des politiques monétaires au lieu d'appeler une monnaie unique.

Le mot d'ordre, économiquement fondé et non conçu dans une perspective administrative simpliste, aurait dû être : « A marché unique, monnaies multiples. »

L'EURO N'EST PAS VIABLE

Dans ces conditions, l'euro n'apparaît ni souhaitable ni viable. La stagnation en Europe, qui frappe tout particulièrement les pays les plus engagés dans la construction de la monnaie unique, en témoigne.

Mettre un terme aux politiques monétaires restrictives qui alignent les monnaies européennes sur le deutsche Mark permettrait en effet de retrouver une compétitivité externe qui favoriserait l'exportation et des taux d'intérêt qui cesseraient d'étrangler la production et la consommation. Une politique monétaire nationale ayant regagné son autonomie permettrait à l'économie de renouer rapidement avec la croissance comme cela s'est produit en Italie et en Grande-Bretagne après 1992.

Au contraire, forcer des économies hétérogènes à se couler dans le carcan d'une politique monétaire unique provoque nécessairement des conflits entre les gouvernements nationaux. C'est ce que nous observons dans la phase de convergence. Mais cela continuera si l'euro est mis en place.

Il s'ensuit que, au lieu de créer la stabilité et la confiance, l'unification monétaire sera source de conflits politiques et d'incertitudes monétaires.

Le phénomène n'est pas nouveau. Plusieurs tentatives d'unions monétaires entre pays souverains ont eu lieu au siècle dernier et au début de celui-ci. Elles ont toutes abouti, au terme de quelques années, à une désintégra-

L'erreur européenne

tion de ces zones monétaires non optimales. C'est un sort qui préfigure celui de l'euro si sa création devait être menée à son terme.

A l'approche de l'échéance les vrais problèmes ne peuvent plus être éludés. Quelle sera la gestion du futur euro? En fera-t-elle la continuation du mark ou une monnaie de compromis autorisant une inflation européenne intermédiaire entre celle de la France et celle de l'Italie? Et quelle sera la liste des pays qui seront admis dans le cercle fondateur au premier janvier de la dernière année du siècle? L'euro sera-t-il tronqué ou large?

UN EURO TRONQUÉ?

C'est ce qui semble se dessiner dans les tractations en cours sur ce que pourrait être le sort de tous les pays de l'Union qui, à l'évidence, sont complètement en dehors du processus de convergence. Il resterait peut-être à la France la volonté d'adhérer seule à la zone mark de fait qui existe entre l'Allemagne, le Benelux et l'Autriche mais en dehors du processus de Maastricht. Ce qui exigerait alors de préciser qui aurait voix au chapitre pour gérer la politique monétaire commune de cette mini-union monétaire.

Les avantages de cette démarche, dont certains affirment qu'elle ménage l'avenir de la monnaie unique à laquelle adhèreraient ultérieurement les autres pays européens qui ne sont pas prêts à franchir le pas aujourd'hui, sont très réduits.

En premier lieu, une monnaie unique est d'autant plus avantageuse, lorsqu'elle l'est, qu'elle fixe les taux de change avec un grand nombre de partenaires commerciaux. En ne fixant le change du franc qu'avec l'Allemagne et le Benelux, l'adhésion de la France à la zone mark ne nous protégerait en rien des fluctuations des

La monnaie unique contre l'économie

autres devises européennes, qui conserveraient des marges de variation substantielles bien que différentes d'un pays à l'autre. Elle laisserait en tout état de cause subsister les problèmes de fluctuations des autres devises qui sont importantes pour notre économie, comme le yen ou le dollar.

En deuxième lieu, l'idée qui avait présidé en France à la proposition de l'unification monétaire était que le gouvernement français devait participer, aidé par les autres gouvernements européens, à la gestion d'une politique monétaire réellement définie en commun, au lieu d'avoir à suivre, sans pouvoir l'influencer, la politique monétaire décidée de façon autonome par la Bundesbank, en fonction des seuls intérêts allemands.

En se retrouvant seul grand pays à intégrer institutionnellement la zone mark, la France ne pourrait s'appuyer sur aucune autre nation pour infléchir la politique de la Bundesbank. La « petite Europe monétaire » se réduirait alors à une renonciation unilatérale de la France à son pouvoir monétaire au profit de l'Allemagne, sans compensation visible.

La gravité des conséquences économiques et sociales d'un tel acte, explicitée plus haut, devrait en dissuader nos responsables. Il n'est pas interdit de se tromper mais il faut savoir à un moment donné reconnaître les réalités et changer éventuellement de politique. C'est l'enjeu du débat actuel et l'évolution des esprits laisse penser que ces réalités sont de plus en plus largement reconnues.

UN EURO FAIBLE?

C'est l'autre possibilité, qui semble tout aussi probable. A l'été 1997 en effet, la baisse du mark et du franc sur le marché des changes renforce le dollar, ce qui laisse penser que les opérateurs anticipent un euro faible, de même

que les épargnants allemands qui fuient vers le franc suisse et vers le billet vert.

Cependant ce qui domine c'est l'incertitude. L'entrée de l'Italie dans le cercle fondateur, dès le début de l'euro si ce dernier devait être créé à la date prévue de décembre 1998, pourrait aussi signifier un euro fort, la Banque centrale européenne ayant à cœur de démontrer qu'elle est tout aussi capable de gestion rigoureuse que la Bundesbank. Cette dernière d'ailleurs exigerait d'autant plus de garanties d'une politique monétaire conservatrice que le cercle initial serait large et comprendrait des pays dont la vertu monétaire est récente.

L'issue dépend principalement du rapport des forces politiques en présence. Elle appelle d'ailleurs une solution explicitement politique dans la mesure où les positions de différents pays sont conflictuelles, ce qui découle du fait que les pays en question ne forment pas ensemble une zone monétaire optimale. Cela veut dire que la gestion monétaire optimale pour l'un ne l'est pas pour l'autre, et donc que les rapports de force politiques entre Etats doivent décider de la politique unique qui sera appliquée. Mais cette perspective contredit le dispositif de gestion purement technique que prévoit le traité, sans ingérences des gouvernements, dispositif que la Bundesbank défend bec et ongles.

Ces conflits profonds et les incertitudes qu'ils engendrent ne sont à vrai dire pas propres à l'Union européenne. Ils se produisent inévitablement dès lors que l'on veut asservir des Etats souverains à une règle monétaire supranationale. C'est ce que nous rappelle l'exemple récent de l'ex-Yougoslavie, rapporté par Joze Mencinger, son ancien ministre de l'Economie²³.

Se rangeant parmi la minorité d'euroceptiques, Mencinger espère que l'euro ne sera pas créé, non pas qu'il soit opposé à l'union de l'Europe mais au contraire parce

qu'il y est favorable. Selon lui l'union monétaire détruira définitivement l'idée européenne d'ici à quelques années. Il est surprenant en effet que ce projet si important dépende essentiellement d'un seul homme, le chancelier Kohl, et de délais et de règles que les leaders politiques européens ont eux-mêmes fixés mais auxquels ils ne croient pas vraiment. N'est-il pas surprenant que les critères de Maastricht s'articulent autour de la stabilité des prix, qui n'est pas un problème actuel en Europe, et oublient le chômage, qui est le fardeau majeur des dix dernières années et le restera encore au moins dix ans ?

L'euro lancé, la politique monétaire commune creusera encore davantage le fossé entre les pays membres tandis que le chômage et l'intolérance rendront impossible le libre-échange du travail, ce qui est pourtant une condition essentielle de viabilité d'une zone monétaire en l'absence de redistributions fédérales massives.

Le temps n'est alors plus éloigné où chacun se sentira exploité par tous, comme le souligne l'ancien ministre. C'était exactement le cas de la défunte Yougoslavie. Le parallèle entre l'ancien dinar et l'euro peut paraître saugrenu, mais les ressemblances entre les deux monnaies sont nombreuses. Il n'y a pas plus de confiance entre les dirigeants des pays qui doivent gérer ensemble la future monnaie européenne qu'il n'y en avait entre ceux des ex-Républiques yougoslaves, et il n'y a pas davantage de valeurs européennes communes qu'il n'y avait de « fraternité et unité » dans l'ex-Yougoslavie (dont c'était la devise). Un Sicilien diffère d'un Suédois autant qu'un Macédonien d'un Slovène. Et si la Yougoslavie est morte économiquement en 1990, c'est surtout à cause du conflit sur le dinar et la politique monétaire suivie.

Pour Mencinger, l'introduction de l'euro ressemble beaucoup à la période d'avant l'indépendance de la Slovénie, lorsque les responsables croyaient pouvoir disso-

L'erreur européenne

cier l'indépendance monétaire de la souveraineté politique. Ce qui s'est révélé impossible. Il conclut avec ces mots : « Je crois qu'une union monétaire sans union politique ne sera pas plus viable pour l'Union européenne que pour l'ex-Yougoslavie. »

LA DÉSINTÉGRATION FINALE DES ZONES MONÉTAIRES NON OPTIMALES

Entre Etats souverains la monnaie ne se partage pas. Il y a déjà eu plusieurs essais d'union monétaire en Europe depuis le milieu du XIX^e siècle retracés en un ouvrage passionnant par le directeur de la section historique de la Nederlandsche Bank d'Amsterdam, Wim F.V. Vanthoor²⁴. Certains ont réussi de façon durable, d'autres ont périclité après quelques années. Il est donc particulièrement intéressant, à un an de la grande décision, de discerner les facteurs de réussite et les causes d'échec.

L'auteur répond très clairement à la question en distinguant les unions monétaires qui ont accompagné la création de nouveaux Etats englobant des unités politiques plus anciennes et plus petites, de celles qui ne correspondaient qu'à des accords de coopération économique entre Etats restant souverains.

Dans la première catégorie on trouve trois exemples : l'unification politique de la Confédération helvétique en 1848, la fondation du Reich allemand en 1871 et l'unification italienne de 1861. Dans chacun de ces cas de nouvelles monnaies ont été créées qui existent aujourd'hui encore : le franc suisse, le deutsche Mark, et la lire.

Se rangent dans la seconde catégorie l'union monétaire austro-allemande qui fonctionnera de 1857 à 1867, l'union monétaire latine fondée en 1865 et qui rassemblera la Belgique, la France, l'Italie et la Suisse plus ou moins jusqu'à la première guerre mondiale pour être

La monnaie unique contre l'économie

effectivement dissoute en 1926, ainsi que l'union monétaire scandinave créée en 1872 qui durera aussi jusqu'à la Grande Guerre pour survivre ensuite tant bien que mal jusqu'à la disparition de l'étalon-or en 1931.

PRÉALABLE POLITIQUE

Il est facile de constater que seules les unions monétaires reposant sur une union politique préalable ont réussi tandis que celles qui ne correspondaient qu'à des coalitions ou des cartels d'Etats indépendants n'ont pas survécu aux aléas et chocs de la vie économique et politique internationale.

Sur le simple plan du raisonnement économique ce n'est guère surprenant. D'une part en effet, la monnaie étant dans le monde moderne un instrument de financement et un titre de dette des Etats, une monnaie commune à plusieurs Etats souverains ne peut que susciter des conflits politiques sérieux entre eux, dans la mesure où leurs intérêts doivent, à un moment ou à un autre, diverger. D'autre part, la théorie économique et la pratique des entreprises et des Etats nous enseignent que les cartels, lorsqu'ils ne sont pas imposés par une volonté politique étatique unique, c'est-à-dire un pouvoir de monopole, sont intrinsèquement instables. Que l'on se rappelle par exemple ce qu'il est advenu du cartel du pétrole qui faisait trembler les nations industrielles dans les années 70.

C'est que l'existence même d'un cartel incite chacun de ses membres à jouer son jeu personnel, contraire à l'avantage collectif de l'ensemble des participants, dans une stratégie du « cavalier seul » ou du « passager clandestin » qui profite de la discipline des passagers payants pour voyager gratuitement à leurs dépens. C'est bien ce que craignent aujourd'hui les responsables allemands, qui

entendent imposer aux pays qui voudraient participer à l'aventure de la monnaie commune le paiement d'un sacrifice similaire au leur en termes de gestion budgétaire rigoureuse et contraignante.

L'auteur montre ainsi de façon détaillée et précise que les unions monétaires réussies ont eu comme condition sine qua non l'union politique préalable des Etats ou principautés concernés, en l'occurrence au sein de structures fédérales ou confédérales dans le cas de la Suisse et de l'Italie, ou en respectant une certaine autonomie régionale au sein de l'Empire allemand.

Le cas de l'Allemagne pourtant semble démentir la nécessité d'une union politique préalable : on observe en effet une tendance à l'union des monnaies dès la mise en place du marché commun de l'époque, le Zollverein, dès 1834, bien avant l'union politique de 1871. Mais cette union de fait se limite à l'instauration de parités de change fixes en 1838 entre le Thaler prussien, en circulation dans le Nord, et le Gulden qui circulait dans les Etats du Sud, et ceci à la faveur du rôle déjà prépondérant de la monnaie prussienne dans l'ensemble germanique. Scénario que reproduit à peu de chose près la tentative actuelle d'élargissement de la « petite zone mark » (Benelux, Pays-Bas et Autriche) à la France.

Il faut cependant attendre le 4 décembre 1871, quelques mois après la fondation du Reich, pour que soit instituée véritablement la monnaie unique sous forme du Reichsgoldwährung, pièce la plus répandue dont le mark était le dixième et constituait l'unité de compte.

Il reste donc toujours vrai que la création de monnaies communes durables a été postérieure à la création d'Etats intégrés. La politique précède le monétaire.

A cet intéressant constat historique de Vanthoor ajoutons quelques considérations économiques sur les différences de contexte entre le XIX^e siècle et notre fin du

XX^e qui, à notre avis, ont permis les unions monétaires du siècle dernier mais rendent improbables de telles entreprises aujourd'hui. La création de monnaies communes était à l'époque favorisée par deux tendances de fond que l'on ne retrouve pas actuellement, ou qui, pis encore, sont inversées.

La première tenait à la tendance internationale poussant à l'utilisation exclusive de l'or comme base de la circulation monétaire dans tous les Etats, ce qui soustrayait pour partie ces monnaies à la gestion politique des gouvernements. La flexibilité des prix, la liberté des mouvements internationaux de facteurs (capital et travail), l'acceptation sociale des récessions comme des fatalités indépendantes de la volonté des pouvoirs publics permettaient d'accepter la renonciation à l'amortisseur de chocs économiques que constitue la variation du prix du change.

Pourtant, en dépit de ces circonstances favorables, les tentatives de l'union austro-allemande, de l'union monétaire latine et de l'union scandinave, qui avaient été facilitées par l'existence de cette référence commune, « méta-étatique », à l'or, devaient échouer soit du fait de conflits politiques permanents entre les Etats partenaires pour la première, soit à l'occasion des conflits militaires de la première guerre mondiale et de la disparition du système international reposant sur l'or pour les deux autres.

La deuxième condition bien mise en évidence par Vanthoor tient à l'intégration politique des Etats partenaires, condition nécessaire et préalable indispensable à la création d'une monnaie unique. C'est ainsi que l'on observe que la désintégration politique et le nationalisme exacerbé des années 30 et 40 coïncide avec la disparition de ces unions fragiles pour ne laisser subsister que les monnaies des Etats intégrés.

L'erreur européenne

Dans le même ordre d'idées, on peut considérer que l'instauration d'un système de changes fixes après la seconde guerre mondiale correspond à une variante de l'expérience allemande des années 1834-1871, avant la fondation de l'Empire. La domination politico-économique d'un Etat sur ses voisins peut servir de succédané à l'intégration. Et de fait, les Etats-Unis qui, en 1945, représentaient près de la moitié du PNB mondial, ont instauré une quasi-monnaie unique semblable au SME, bâtie autour de l'étalon de change or, c'est-à-dire d'un étalon dollar, comme la Prusse avait construit un étalon Thaler.

Ainsi, l'asymétrie économique de 1945 conduisait tous les pays indépendants mais de très faible taille à côté du géant américain à définir leur monnaie par rapport à la sienne, conformément d'ailleurs à la théorie des zones monétaires optimales dont l'une des conditions est l'asymétrie des dimensions entre pays partenaires. De plus, les contrôles des changes omniprésents et la faible mobilité des capitaux, au moins jusqu'au début des années 60, ont permis de défendre la fixité des parités de change nationales.

Mais le développement plus rapide des économies occidentales, en un phénomène de rattrapage des conditions de production et de niveau de vie du pays le plus avancé (les Etats-Unis), a remis en cause cette asymétrie, faisant, avec la libéralisation des changes, voler en éclats le système de Bretton Woods au début des années 70.

Nous pouvons ainsi expliquer économiquement de la même façon la période contemporaine et la tendance historique que Vanthoor constate en Europe entre 1850 et le présent.