

De l'exubérance monétaire aux cycles économiques

► Les poussées inflationnistes alimentent depuis des décennies les cycles économiques. Pour y mettre fin, une seule solution : ancrer les monnaies sur l'or.

Depuis la dernière importante récession du début des années 1980, la perception selon laquelle les banques centrales des pays industrialisés ont très bien joué leur rôle de gardiennes du pouvoir d'achat est largement répandue.

On se souviendra que l'Indice des prix à la consommation (IPC) atteignait alors des sommets alarmants : 13 % aux États-Unis en 1980. La Réserve fédérale américaine sous la direction de Paul Volcker (aujourd'hui conseiller économique du président Obama) avait fortement resserré la politique monétaire et haussé son taux d'intérêt à 20 % en 1981, provoquant ainsi la récession et jugulant les fortes pressions inflationnistes. Depuis, l'IPC est redescendu autour de 2 à 3 %.

On pourrait donc croire que la création de monnaie, qui est la cause ultime de la hausse des prix à la consommation, a elle aussi été modeste pendant toute cette période. A tout le moins, presque personne ne soulève la question. Et si l'on constate malgré tout la présence de bulles spécula-

tives, une quantité anormale de crédit disponible et le cycle familial des booms et krachs économiques, ce ne serait pas le résultat d'une création monétaire excessive mais plutôt d'autres facteurs.

La thèse la plus populaire veut que le capitalisme soit par nature instable. La recherche du profit générerait des excès qui se transforment inévitablement en crise. Une déréglementation trop poussée des marchés financiers accentuerait encore davantage cette tendance. Il faudrait donc renforcer la régulation de ces marchés pour éviter les dérapages.

Mark Carney, le gouverneur de la Banque du Canada, a évoqué lors du symposium annuel des banquiers centraux du monde au Wyoming en août dernier une thèse qui va encore plus loin¹. Elle stipule que la stabilité des prix suscite un excès de confiance chez les prêteurs et les emprunteurs, ce qui les pousse à prendre des risques accrus. Cette « exubérance » alimente les bulles spéculatives et crée à terme une situation intenable. ►

¹ Mark Carney, « Quelques considérations sur le recours à la politique monétaire pour stabiliser l'activité économique », Jackson Hole, 22 août 2009, <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2009/disc220809.html>



Martin Masse
Chercheur associé
à l'Institut
économique Molinari.

Loin donc de diminuer l'incertitude sur les marchés comme on l'a longtemps cru, la stabilité sur le plan monétaire provoquerait une instabilité financière. Les banques centrales auraient non seulement fait un bon travail, mais un trop bon travail de contrôle de l'inflation qui aurait endormi les marchés. Et là encore, la solution se trouverait dans un encadrement plus serré de ces derniers pour leur éviter de commettre des imprudences.

D'autres théories ont été proposées, comme celle d'Alan Greenspan à propos d'un présumé surplus d'épargne des Asiatiques qui aurait alimenté le crédit aux Etats-Unis. Elles ont toutes l'avantage de permettre aux banquiers centraux de se disculper de l'accusation d'avoir mené une politique monétaire trop laxiste.

L'inflation officielle remise en question

Est-il toutefois exact de prétendre que les banques centrales n'ont rien à se reprocher? L'inflation, aussi bien l'inflation monétaire que l'inflation des prix, a-t-elle vraiment été sous contrôle depuis un quart de siècle? On peut contester cette affirmation de diverses façons.

Une première constatation se fonde sur le taux officiel de l'IPC. Un taux relativement modeste de 3% par année finit, après quelques décennies, par donner des chiffres impressionnants. Ainsi, de 1983 à 2008, le taux cumulé aux Etats-Unis s'est élevé à 115%. Ce qui signifie qu'un dollar d'il y a 25 ans n'a plus aujourd'hui qu'un pouvoir d'achat équivalent à 46 cents.

Ce taux d'inflation officiel n'est d'ailleurs pas une mesure parfaite de la hausse des prix. Son calcul se fonde sur une évaluation plus ou moins arbitraire par les statisticiens de la valeur ajoutée d'un nouveau produit ou d'un produit amélioré. Comment par exemple déterminer objectivement la valeur additionnelle d'une génération d'ordinateurs plus puissants par rapport à ceux dont les prix servaient de balises l'année précédente? Il ne s'agit plus tout à fait du même produit. Certains analystes estiment que ce genre de problème entraîne une sous-estimation systématique du rythme réel de la hausse des prix.



Qui plus est, l'IPC n'inclut pas toutes les manifestations possibles d'augmentation des prix, comme celle de la valeur des actifs financiers. Il ne tient pas non plus compte du prix des maisons, qui ne sont pas un bien de consommation courante, mais uniquement du prix des loyers ou ce qui serait l'équivalent d'un loyer pour les propriétaires. Les hausses stratosphériques des titres boursiers ou des actifs immobiliers ne se répercutent donc aucunement sur l'IPC.

On peut pousser la critique des statistiques officielles encore plus loin. Lorsqu'on parle d'une hausse des prix de 3%, on tient pour acquis que le point de référence est zéro. A 0%, il n'y a pas de hausse de prix et par conséquent, on pourrait croire qu'il n'a pas eu de création monétaire pour l'alimenter. C'est sans compter l'effet de la croissance économique.

S'il y a hausse de prix lorsque la quantité de monnaie augmente plus vite que la quantité de biens et services dans l'économie, et baisse de prix lorsqu'elle augmente moins vite ou qu'elle diminue, un IPC à 0% indique logiquement que la masse monétaire a augmenté à un rythme plus ou moins équivalent à celui de la valeur de l'ensemble des biens et services disponibles. Dans un contexte de production qui augmente, il faut donc gonfler la masse monétaire pour se retrouver avec une stabilité du niveau général des prix. Si la masse monétaire était plus ou moins constante, on se retrouverait non pas avec une stabilité des prix, mais bien avec une baisse des prix, comme cela est survenu à plusieurs reprises au XIX^e siècle.

Pour obtenir une image plus juste de l'ampleur de la hausse des prix qui résulte des interventions des banques centrales, on devrait donc comparer le taux actuel de l'IPC avec celui qui prévaudrait sans création monétaire par les banques centrales. Ainsi, au lieu d'augmenter de 3% par année depuis cinq ans, les prix auraient peut-être diminué de 3%, en conséquence de l'augmentation de la quantité de biens et services. Dans ce cas, le taux réel de hausse des prix n'est pas de 3%, mais de 6%. De ce point de vue, le mythe voulant qu'ils ▶

Le resserrement de la réglementation des marchés financiers, considéré comme la solution incontournable aux problèmes actuels, est une impasse.

soient sous contrôle vole en éclats.

Ces explications tiennent pour tous les pays. Dans le cas des Etats-Unis, un facteur additionnel vient s'ajouter, le dollar US étant la monnaie de réserve mondiale. Les banques centrales asiatiques et les pétromonarchies en particulier détiennent d'immenses réserves de dollars et continuent d'en accumuler.

La Fed peut donc se permettre de créer encore plus de dollars puisque lorsque cet argent sert à payer pour des biens importés et se retrouve dans des coffres à l'étranger, il ne suscite aucune pression sur les prix aux Etats-Unis. C'est ce qui explique le déficit systématique de la balance commerciale américaine et ce qui a permis aux Américains de vivre au-dessus de leurs moyens depuis des décennies. Mais cette inflation monétaire n'en existe pas moins et les distorsions qu'elle entraîne sont bien réelles.

Une formidable poussée inflationniste

On ne devrait pas avoir à considérer toutes ces explications pour obtenir la preuve qu'il y a bel et bien eu une création importante de monnaie au cours des dernières décennies. Il suffit de consulter les données officielles sur l'évolution de la masse monétaire de la Réserve fédérale. Celles-ci ne sont toutefois pratiquement jamais mentionnées dans les analyses sur le sujet. Autant les économistes conventionnels que les analystes financiers dans les médias n'y portent aucune attention et se concentrent uniquement sur les statistiques plus confuses et ambiguës d'inflation des prix.

Ces données sur la masse monétaire ne laissent place à aucune ambiguïté. Elles montrent une formidable poussée de l'inflation monétaire depuis la crise de 1980-82, quelle que soit la définition utilisée. De 1983 à 2009, M1 est ainsi passé de 400 à

1600 milliards \$ et M2 de 2000 à 8000 milliards \$². On parle donc d'une augmentation de 300% au cours de ces 26 années, comparée à une augmentation de l'IPC officiel d'un peu plus de 115% pour la même période.

De tels chiffres ne devraient pas nous surprendre. La politique d'Alan Greenspan, qui a présidé la Fed pendant la majeure partie de ces années, s'est résumée à gonfler constamment la masse monétaire. La presse financière a même trouvé un nom, le « Greenspan put », pour désigner sa propension à inonder les marchés financiers de liquidités dès qu'une crise survenait et qu'un ralentissement économique pointait du nez: krach boursier en 1987, débâcle des Savings and Loans en 1988, première guerre du Golfe, crise mexicaine en 1994, crise asiatique en 1997, bogue de l'an 2000, krach des dot-com, 11 septembre, etc.

Greenspan, loin d'être le « maestro » capable de contenir l'inflation monétaire et les hausses de prix tout en garantissant une croissance optimale, s'est révélé être au contraire l'inflationniste en chef des Etats-Unis et de la planète, avec des conséquences de plus en plus désastreuses sur le long terme.

Une crise annoncée

Si, comme dans les années 1970, les prix à la consommation avaient atteint des sommets inquiétants au cours des premières années de ce siècle, la crise financière survenue à partir de l'été 2007 n'aurait sans doute pas causé autant de surprise. Mais les banques centrales et la presque totalité des économistes et des analystes financiers, qui se fient au taux officiel de l'IPC pour savoir si l'inflation est préoccupante ou non, n'ont rien vu venir.

D'une certaine façon, Mark Carney a raison de prétendre que les marchés ont été endormis. Non du fait de l'excellent travail des banques centrales, mais plutôt d'une mauvaise compréhension de la situation. Il est en effet erroné de conclure qu'il n'y a pas de création excessive de monnaie – et par conséquent, que les problèmes qu'elle entraîne ▶

²Federal Reserve Bank of St. Louis, U.S. Financial Data / Monetary, <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/48>.

L'inflation, aussi bien l'inflation monétaire que l'inflation des prix, a-t-elle vraiment été sous contrôle depuis un quart de siècle? On peut contester cette affirmation de diverses façons.



Vous pensez tradition bancaire.

Nous pensons aussi à plus de 150 ans d'innovation.

Private Banking • Investment Banking • Asset Management

Depuis 1856, notre objectif est d'offrir de nouvelles perspectives à nos clients. En tirant profit du passé tout en tenant compte du futur. En guettant les opportunités et en relevant les défis. Parce que nous savons comment transformer les passions en succès. www.credit-suisse.com

De nouvelles perspectives. Pour vous.

CREDIT SUISSE 



© BLOOMBERG / THE EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB) HEADQUARTERS STAND IN FRANKFURT

Les monnaies nationales ont graduellement perdu tout ancrage dans l'or. C'est ce qui explique que les banques centrales peuvent aujourd'hui manipuler la masse monétaire à leur guise.

normalement cette inflation monétaire excessive sont absents ou bénins – lorsque le taux officiel d'inflation des prix se maintient autour de 2%. La réalité, c'est que nous avons connu une inflation monétaire et une inflation des prix très élevées depuis 25 ans, et qu'elles sont bel et bien les causes de la crise. Outre quelques analystes isolés, les adhérents de l'école d'économie autrichienne – les successeurs de Ludwig von Mises et Friedrich Hayek – ont, pour leur part, vu venir la crise. Ils lançaient des mises en garde bien avant août 2007 en constatant les taux d'intérêt à 1% en 2001-2003, la croissance rapide de la masse monétaire et le gonflement de la bulle immobilière. On ne sera pas surpris qu'ils continuent de porter attention aux données sur la masse monétaire plutôt qu'aux statistiques officielles sur les prix. Ils sont aussi les seuls à considérer toute augmentation artificielle de la masse monétaire comme une fraude à l'égard des détenteurs d'argent, et comme la source des cycles économiques qui dés-

tabilisent l'économie. Alors qu'il existe un consensus aujourd'hui sur la nécessité pour les banques centrales d'inonder les marchés de liquidités dans le but de relancer l'économie, ils sont parmi les rares à y voir l'équivalent de jeter de l'huile sur le feu.

Un retour à l'or?

Le resserrement de la réglementation des marchés financiers, considéré comme la solution incontournable aux problèmes actuels, est pour ces économistes une impasse. Notamment parce que la finance est déjà l'une des industries les plus réglementées. Dans un contexte où des dizaines de milliards de nouveaux dollars inondent chaque année les marchés, il est inévitable qu'une certaine «exubérance irrationnelle» se manifeste dans certains secteurs. L'argent créé doit bien se retrouver quelque part et provoque l'émergence de bulles spéculatives. Ce à quoi il faut s'attaquer, ce n'est pas aux effets prévisibles mais à la source même du problème, qui est la création monétaire. On discute beaucoup ces derniers mois d'une alternative au dollar comme monnaie de réserve mondiale, qu'il s'agisse de l'euro ou d'un panier de devises. Il y en a pourtant une qui a fait ses preuves depuis des millénaires: l'or, que Keynes qualifiait de «relique barbare». Au cours du dernier siècle, les monnaies nationales ont graduellement perdu tout ancrage dans l'or. C'est ce qui explique que les banques centrales peuvent aujourd'hui manipuler la masse monétaire à leur guise. L'un des principaux avantages de l'or était au contraire qu'il fallait l'extraire du sol et que sa quantité totale augmente habituellement à un faible rythme d'une année à l'autre.

Pour mettre fin à la spirale inflationniste qui alimente les cycles économiques, il faudrait, disent les autrichiens, de nouveau ancrer les monnaies dans l'or ou dans d'autres étalons de valeur indépendants des pouvoirs politiques et produits par le marché. Sinon, on ne devra pas se surprendre de l'émergence de nouvelles bulles, d'une poussée des prix à la consommation – même selon les statistiques officielles – et, à terme, peut-être d'un effondrement du dollar et d'autres devises qu'on aura fatalement minées en les dépréciant trop. ■

Pour relever de grands défis, il faut beaucoup de TALENT. Et L'AMBITION de s'améliorer sans cesse.

C'est parce que nous en sommes conscients que nous représentons une valeur sûre du PRIVATE BANKING en SUISSE. Et ce, DEPUIS 1755.



Clariden  Leu

SWISS PRIVATE BANKING SINCE 1755

www.claridenleu.com