

Des responsabilités partagées

Facteurs réels et politiques monétaires, investisseurs privés et organismes publics internationaux, pays riches et économies en transition ont composé ensemble une constellation délétère.

Des politiques efficaces face à la crise mondiale qui se développe sous nos yeux supposent un diagnostic solide. D'autant qu'elles engageront l'évolution des prochaines années et pourraient compromettre durablement la reprise, comme cela fut le cas dans les années 30 avec le recours au protectionnisme et à un interventionnisme désordonné.

Pour l'instant chacun désigne son bouc émissaire préféré, les marchés financiers incontrôlés encourageant une spéculation irresponsable pour les uns, le "consensus de Washington", politique de conservatisme financier appliquée par le FMI à contre-sens des nécessités pour les autres, ou encore le libre-échange et le libéralisme, assimilé pour la circonstance à la doctrine monétariste.

La "contagion" irraisonnée a aussi ses adeptes. Elle évoque quelque pathologie moutonnaire et permet à la fois de condamner les marchés globaux et d'attribuer l'essentiel de la responsabilité à une crise essentiellement asiatique qui aurait contaminé de façon injustifiée des économies européennes et américaines fondamentalement irréprochables.

Interdépendance globale

Nous voudrions souligner ici que les responsabilités sont multiples, ce qui n'est guère surprenant dans une économie mondiale devenue étroitement interdépendante. La crise qui tend à se globaliser résulte à la fois des évolutions de l'économie réelle, des comportements à haut risque d'investisseurs privés encouragés par des politiques gouvernementales erronées en matière monétaire et de change et des interventions inadaptées du FMI. A cette conjonction malheureuse viennent s'ajouter les effets nocifs de structures pseudo-capitalistes dans plusieurs pays récemment convertis à l'économie de concurrence, qui font que les marchés mondiaux ne fonctionnent pas de façon aussi transparente que les marchés nationaux d'Europe ou d'Amérique du Nord. Contrairement à la conviction naïve qui prévalait au début de la décennie, il ne suffit pas de tout privatiser ni d'assurer les grands équilibres macro-économiques pour avoir une économie efficace et viable. Le cadre juridique et institutionnel est décisif. L'exemple de la Russie est instructif.

Révolution industrielle et excès de capacité

Nous vivons actuellement une révolution industrielle, commencée à la fin des années 70 et qui s'est intensifiée depuis. Elle est aussi radicale que celle qui, à la fin du 19ème siècle, a bouleversé l'Europe et les Etats-Unis. Les progrès spectaculaires de l'informatique, des communications, les automatismes en tous genres, la miniaturisation, ont transformé les conditions de production et de consommation, tandis que l'ouverture du commerce international accroissait sensiblement l'élasticité de l'offre et l'intensité de la concurrence.

La conséquence immédiate, et mal comprise, a été l'apparition d'excès de capacité productive dans de nombreux secteurs, soit que leurs produits aient été rendus obsolètes par les innovations, soit qu'ils aient subi la concurrence additionnelle des pays en voie d'industrialisation rapide et en transition vers le capitalisme et la privatisation, soit enfin que les nouvelles techniques aient accru considérablement les volumes produits pour une quantité inchangée de travail et de capital. Il y a ainsi depuis plusieurs années des entreprises en surnombre dans les secteurs de la banque, de l'assurance, de la pharmacie, de la chimie, et de l'automobile, parmi beaucoup d'autres.

Les restructurations d'entreprises assorties d'une réduction de dimension constituent une alternative à la faillite pour résorber l'offre excédentaire dans ces secteurs. Mais les offres excédentaires continuent, dans l'intervalle, à peser sur les prix créant un tropisme de déflation.

Désinflation abusive

Or les politiques monétaires et financières adoptées par les grands pays du monde ont aggravé cette situation de baisse tendancielle par une désinflation macro-économique abusive. Justifiées après la grande inflation des années 73-79, ces politiques ont été prolongées inconsidérément dans les années 90 pour devenir permanentes, alors que le combat contre l'inflation était largement gagné. La doctrine monétariste de lutte contre toute inflation se transforme en dogme alors que l'adversaire a pratiquement disparu.

Cet acharnement thérapeutique n'est pas le monétarisme ni le libéralisme. Le théorie monétariste fait l'hypothèse d'un lien systématique entre création monétaire et inflation. Cette relation a été largement vérifiée dans de multiples pays et à diverses époques. Milton Friedman montre ainsi que le freinage monétaire de la Réserve Fédérale est responsable de la transformation d'une crise économique et boursière d'ampleur habituelle, en 1929, en une dépression exceptionnelle qui dure pendant toutes les années 30. En sens inverse, l'inflation des années 60 est liée à la création monétaire qui accompagne la guerre du Vietnam.

Cependant cette analyse rigoureuse et fondée, dérape vers une doctrine arbitraire lorsqu'on prétend déposséder les gouvernements, en raison de leurs erreurs, de la responsabilité du réglage monétaire pour la confier à des techniciens, les dirigeants des banques centrales. Il faut en effet

donner à ces derniers, qui ne représentent pas les électeurs, un objectif précis et une règle de conduite définie à l'avance. Les techno-monétaristes retiennent le critère de l'inflation zéro, dont on nous affirme, sans preuve scientifique aucune, qu'elle constitue le meilleur objectif de gestion monétaire pour la collectivité.

On déconnecte ainsi la politique monétaire de la politique en général. Cette stratégie tente certains libéraux dans la mesure où elle réduit le pouvoir discrétionnaire des gouvernements. Mais en réalité elle le transfère à des technocrates qui s'appuient sur un critère de gestion contestable et inadapté aux circonstances. Ce qui n'est en rien "libéral".

Or, comme toute l'expérience démontre que l'inflation favorise l'expansion, au moins dans le court terme, et que la désinflation, et a fortiori la déflation, la ralentit, l'adoption sans nuance de la doctrine monétariste-technocratique détermine, surtout en Europe, un freinage de l'activité et un chômage chronique qui contribuent à affaiblir la demande globale au niveau mondial. Ce qui aggrave les excès de capacité des entreprises. D'autant que le Japon, aux produits moins innovants et à l'économie très dirigiste, s'enfonce dans la crise.

Épargne, spéculation et risque moral

Le troisième facteur tient aux conséquences de ces évolutions sur l'épargne, restée jusqu'à une date récente prioritairement investie à l'intérieur des frontières nationales. La baisse des occasions d'investissement rentables en Europe et au Japon induit des placements dans le capital déjà existant qui est par définition en quantité fixe, ce qui provoque des booms boursiers, et conduit d'autre part à une recherche d'opportunités d'investissements directs et de portefeuille hors des frontières, notamment vers les États-Unis et les "dragons" asiatiques qui connaissent alors des taux de croissance records. Il s'ensuit une aggravation des excès de capacité et des flambées spéculatives cumulatives sur les marchés d'actions. Chacun est tenté de prendre en marche le train des hausses, ce qui nourrit la bulle des prix.

Un quatrième facteur, incitatif, renforce ces tendances : l'investissement international a été artificiellement encouragé par la réduction apparente des risques inhérents à ce type d'opération. D'une part le risque que l'économie de destination connaisse des déséquilibres majeurs et que l'investisseur y perde sa mise a été minoré par les interventions de sauvetage du Fonds monétaire, comme par exemple au Mexique en 1995. D'autre part, le risque de dépréciation du change qui affecte l'épargne exportée a été réduit, en principe, pour les pays qui ont adopté des changes fixes, ceux notamment qui ont aligné leur monnaie sur le dollar. Dans ces conditions les investisseurs internationaux ont été incités à s'engager massivement dans des économies relativement fragiles, et souvent sans examen approfondi des conditions réelles de leur fonctionnement.

Or ces garanties sont largement illusoires. Le FMI ne dispose pas de ressources suffisantes pour sauver de l'effondrement toute économie de la planète. D'autre part les changes fixes deviennent particulièrement vulnérables, et souvent indéfendables, dans un monde où les

capitaux peuvent circuler sans entraves. Au premier signal de difficultés sérieuses ils vont chercher ailleurs des rendements plus sûrs et l'ampleur de la fuite est d'autant plus marquée que l'afflux précédent avait été massif. Ce qui constitue alors un facteur majeur de déstabilisation pour des pays où l'abondance excessive du capital avait permis de financer des projets à trop haut risque et insuffisamment rentables.

Enfin, les changes fixes finissent par se retourner contre l'économie lorsqu'une appréciation substantielle de la monnaie de référence entraîne dans son sillage la monnaie suiveuse et provoque la déflation en étouffant la croissance. C'est ce qui s'est passé en Argentine ainsi que dans plusieurs pays asiatiques lors de la hausse du dollar. La sécurité pour l'investisseur international se paye ainsi d'un risque macro-économique accru pour le pays qui prétend fixer sa parité de change.

Pseudo-capitalisme

Face à la crise qui se produit alors les recettes traditionnelles du FMI s'avèrent peu efficaces, voire contre-productives. Le recours à des taux d'intérêt élevés pour défendre le change pénalise doublement l'activité, à la fois en réduisant les exportations possibles et les investissements, et en déterminant des baisses boursières qui incitent les capitaux restants à prendre la fuite. Il en va de même des programmes de stabilisation budgétaire et de réduction des déficits qui, recommandés par beau temps, sont franchement inappropriés lorsque l'économie se contracte.

Enfin la crise s'est avérée d'autant plus grave en Asie, puis en Russie, que ces pays pratiquent un pseudo-capitalisme dans lequel les droits des actionnaires et des créanciers, le système juridique et la vérité des prix ne sont pas des réalités solidement établies. Les institutions financières y sont peu transparentes, les prêts aux entreprises répondent plus souvent à des motivations politiques ou au favoritisme qu'à un strict calcul de rentabilité. Les banques sont donc fragiles et les investissements moins rentables et plus risqués qu'il n'y paraît. Le premier choc un peu rude peut mettre à bas tout l'édifice.

Au total, la révolution industrielle des dernières années a créé des excès de capacités difficiles à résorber et une tendance mondiale à la désinflation. Aggravée par l'intégrisme monétariste et la recherche impraticable d'un retour aux changes fixes, la tendance à la baisse des prix a engendré la stagnation au Japon et en Europe. Il s'en est suivi un flux international d'épargne en quête d'emplois rentables et qui, trompée par la fausse sécurité du FMI et des changes fixes, s'est investie massivement dans des économies peu transparentes et à haut risque.

Ces facteurs cumulés ont déterminé une grande vulnérabilité de l'économie globale. La crise en Thaïlande n'a fait que précipiter la prise de conscience des risques réellement encourus et a déterminé des réactions en chaîne pour y échapper. La liberté des mouvements de capitaux a rendu possibles ces réactions sans en être responsable. Ce sont les erreurs des politiques nationales et les interventions supra-gouvernementales inadaptées qui ont faussé le jeu normal du système et ont encouragé la spéculation dans un contexte institutionnel incertain.

Perspectives

Que faire aujourd'hui ? S'inspirer de quelques conclusions de bon sens.

En premier lieu, il faudra du temps pour résorber les excès de capacités, car le redéploiement du capital et du travail vers de nouveaux emplois, le processus de destruction créatrice analysé par Schumpeter, est douloureux et incertain. Il dépend en particulier du contexte général de croissance et de l'évolution des prix. C'est pourquoi il est essentiel de mettre d'urgence un terme à toute politique de désinflation et de conservatisme budgétariste. Les Bourses ne s'y sont pas trompées qui saluent la perspective d'une baisse concertée des taux d'intérêt.

Elles restent cependant, et c'est le deuxième constat, très largement surévaluées, aux Etats-Unis et surtout en Europe. Par rapport aux multiples historiques sur plus d'un siècle il ne serait pas étonnant qu'elles connaissent, dans une nouvelle phase de baisse, des corrections complémentaires de l'ordre de 30 à 35 pour cent puisque le "krach" récent n'a fait qu'annuler les gains déraisonnables de la seule année 98. Le plus difficile reste à faire. D'où l'intérêt supplémentaire de politiques de baisse des taux d'intérêt qui puissent amortir la chute des cours et la contraction des richesses, et plus encore de politiques conduisant à un retour de l'inflation pour stimuler la croissance de la demande et favoriser le rétablissement des entreprises les plus saines.

Pour ce qui est des changes il faut renoncer au mirage d'un nouveau Bretton Woods et reconnaître enfin l'incompatibilité pratique entre marchés libres des capitaux (qui sont éminemment souhaitables) et régime de changes fixes (sauf les cas relativement rares de pays qui appartiennent ensemble à une même zone monétaire optimale). De même il ne faut pas hésiter à laisser flotter les parités à la baisse pour relancer l'activité. La dépréciation du change est une vertu dans les conditions de déflation, comme l'ont montré les études portant sur les années 30: les dévaluations compétitives auxquelles ont fait une si mauvaise réputation ont aidé à la reprise, non seulement des pays qui les pratiquaient mais aussi de tous les autres, en créant une nouvelle dynamique de la demande.

En ce qui concerne le pseudo-capitalisme, il faut laisser les investisseurs assumer leurs pertes : elles sont la rançon normale des risques acceptés. Par contre le FMI qui se cherche désespérément un nouveau rôle sur la scène internationale, serait bien inspiré de moins jouer au banquier des canards boiteux et de développer ses exigences en matière d'information et de transparence. Ses aides, comme celles de la Banque mondiale, devraient être davantage liées à l'obtention d'un traitement plus normal des actionnaires et à l'établissement d'un état de droit international dans les pays demandeurs.

En dernier lieu, mais c'est aujourd'hui une priorité, il faut à tout prix éviter le recours au protectionnisme systématique et au contrôle des changes qui a la faveur des politiques et que

préconisent un peu légèrement des économistes comme Paul Krugman. Ces dispositifs tendent à se pérenniser et il faut ensuite un quart de siècle ou plus pour s'en débarrasser.

Moyennant quoi nous pourrions éviter que la crise actuelle, certes coûteuse mais qui n'a fait pour partie que dissiper des richesses fictives, ne dérape vers une situation beaucoup plus inquiétante. Pour l'instant cependant le risque demeure que l'Europe plonge à son tour, par incapacité de reconnaître son erreur politique fondamentale, le dogmatisme conservateur ne laissant plus qu'à l'économie américaine la mission impossible de soutenir, à elle seule, la demande globale mondiale.

JJR

Le Figaro, 9 octobre 1998