

Studenten van het
Federalisme Instituut

Centre d'Études
Fédéralisme

Alain de Grandbrügge

Doctorat en Sciences
Économiques, Harvard
University

4 L'Union monétaire-belge Une approche stratégique

Rapport de synthèse remis au
Prof. Henry Aukers, directeur des Études du Fédéralisme

REEDS VERSCHENEN - DÉJÀ PARUS

1. Bicaméralisme et Etat fédéral - La réforme du Sénat belge,
Jérôme Sohier, juin 1990 ;
2. Un aspect du Fédéralisme coopératif horizontal :
les accords de coopération entre entités fédérées,
Pierre Klein, juin 1990 ;
3. Executive Federalism in Canada,
Liesbet Hooghe, maart 1991 ;
4. L'Union monétaire belge - Une approche stratégique,
Alain de Crombrughe, mars 1991.

ANDERE PUBLICATIES - AUTRES PUBLICATIONS :

Tijdschrift - Revue **FEDERALISME**

INFO : 02/517.95.96

Alain DE CROMBRUGGHE

L'UNION MONETAIRE BELGE
UNE APPROCHE STRATEGIQUE

Mars 1991

L'auteur est doctorand en Sciences Economiques à Harvard University, il remercie les Professeurs Gonzales d'Alcantara et Henry Tulkens de leurs suggestions et commentaires, et le CORE à Louvain-la Neuve de son hospitalité.

0. INTRODUCTION

0.1. LA QUESTION MONETAIRE

Depuis longtemps déjà, la Belgique est prise dans un double mouvement. Il y a au niveau international, l'intégration européenne, et au niveau local, une demande croissante d'autonomie.

La monnaie, n'est entrée dans le débat que plus récemment. Une monnaie européenne est longtemps apparue comme irréaliste et contraire à la souveraineté nationale des pays membres. Le Franc Belge, par contre, jouit d'un large consensus parce qu'il favorise le commerce et l'investissement entre communautés et régions belges et luxembourgeoises.

Poser la question de la monnaie, à quelque niveau que ce soit, permet d'éclairer les objectifs poursuivis par l'instrument monétaire et les autres instruments de politique économique. L'union monétaire n'est pas un objectif en soi, elle est recherchée comme condition favorable au développement de l'activité économique et du bien-être de la population. Tout argument en faveur d'une union monétaire comprend deux aspects. Le premier montre les inconvénients des systèmes alternatifs : des taux de change fixes ou flottants entre monnaies locales. Le second examine le fonctionnement de l'union monétaire préconisée : les conditions qui accroissent l'efficacité des actes de l'émetteur de monnaie, des autorités locales et des agents économiques privés.

0.2. L'APPROCHE STRATEGIQUE

Quiconque envisage d'user du pouvoir d'émettre une monnaie n'échappe pas à la question "Pourquoi faire ?". Pour y répondre, l'approche stratégique étudie précisément les motivations des agents économiques : objectifs, contraintes et réactions aux actions les uns des autres. Il s'agit, en fait, de comprendre le comportement des autorités qui émettent de la monnaie, et aussi des agents qui utilisent de la monnaie : autorités fiscales, fournisseurs de facteurs de production (travail, capital, ...), entreprises, consommateurs.

Cette étude aborde d'abord la concurrence entre autorités monétaires, c'est-à-dire entre zones monétaires (pays) (section 1). Ensuite vient le problème de la crédibilité de chaque autorité monétaire aux yeux des agents économiques de sa zone (pays) (section 2). A chacun de ces deux niveaux, les interactions peuvent être décrites comme des jeux où les parties en présence tentent de s'influencer, en tenant compte des objectifs et contraintes les unes des autres. Ces jeux ont généralement un point d'équilibre. L'efficacité économique de l'équilibre atteint varie d'après les conditions de jeu. L'intérêt stratégique d'une union monétaire est d'améliorer les conditions de jeu.

Malgré les problèmes de concurrence et de crédibilité, une entité économique peut avancer deux raisons de garder sa propre monnaie : la maîtrise du taux d'inflation et la maîtrise du taux de change. Pour l'inflation, il faut étudier pourquoi une région peut rechercher un taux de hausse des prix différent de celui qu'offrirait une union monétaire (section 3). Pour le taux de change, il faut voir pourquoi une région peut rechercher une modification du prix des biens échangés entre zones monétaires. Il faut reconnaître également les implications de cette modification pour la politique monétaire et pour les prix domestiques. Il faut aussi en peser les coûts : les échanges internationaux souffrent de coûts de transactions et de distorsions des décisions de production (section 4). Pour répondre aux chocs économiques locaux et développer une politique de croissance, il existe d'autres moyens que le taux de change. Cette étude suggère qu'ils peuvent être plus efficaces aussi (section 5).

L'objectif d'une union monétaire est, en fait, d'offrir des signaux de prix plus stables et plus fiables que ceux de monnaies régionales. Ces signaux augmentent alors la qualité des autres décisions économiques publiques et privées. Le libre-échange est une condition nécessaire à l'union monétaire, mais celle-ci permet d'en exploiter toutes les possibilités. De plus, l'union monétaire facilite le développement de politiques communes si ses membres le désirent (section 6).

1. LA CONCURRENCE ENTRE MONNAIES

1.1. FORMES DE CONCURRENCE

La concurrence entre monnaies peut être comparée à d'autres domaines de concurrence plus connus, comme celui du marché d'un produit.

Deux types de concurrence retiennent l'attention : la concurrence atomistique et la concurrence monopolistique. Les concurrents atomistiques considèrent les signaux du marché comme donnés et insensibles à une décision individuelle d'un participant au marché. Les concurrents monopolistiques, par contre, savent que le comportement individuel de chacun d'entre eux peut affecter l'équilibre du marché, ils prévoient donc une réponse optimale à chaque action des autres participants.

La concurrence atomistique, quand elle est possible, est généralement efficace, puisqu'il serait vain pour un concurrent de consacrer des ressources à modifier le comportement des autres. Elle est cependant peu applicable aux monnaies : en matière monétaire, la concurrence atomistique signifierait le retour au troc, à une monnaie pour chaque bien, alors que tout le bénéfice d'une monnaie vient de son pouvoir d'évaluer, échanger, ou acquérir le plus grand nombre possible de biens (1).

La concurrence monopolistique est nécessairement inefficace : les participants gaspillent une partie de leurs ressources à tenter d'affecter les décisions les uns des autres. Ils n'ont cependant pas le choix, car il suffit que l'un d'eux se lance dans cet exercice pour que tous aient intérêt à le faire. C'est ce que la théorie des jeux a appelé le "dilemme du prisonnier".

(1) La théorie monétaire classique donne trois fonctions à la monnaie : étalon de valeur (évaluer), moyen de transaction (échanger), réserve de valeur (acquérir). D'autres approches traitent la monnaie comme un bien, substitut de certains biens, complément d'autres.

1.2. LE DILEMME DU PRISONNIER

Il y a différentes façons de présenter le dilemme du prisonnier. Un exemple peut être éclairant. Quand une salle de cinéma brûle, tous les spectateurs veulent en sortir. Si tous se précipitent en désordre vers la porte, un bouchon se crée et personne n'en sort. Si tous se mettent en file, tous ont de bonnes chances d'en sortir. Mais dans ce cas, il devient extrêmement tentant pour un individu de dépasser les autres : il ne rencontrera pas de bouchon et se mettra sûrement à l'abri. Cette tentation touchant tous les spectateurs, l'équilibre de ce "jeu" est le bouchon. La situation efficace est la sortie en file, une situation où, par rapport à l'équilibre, tout le monde gagne et personne ne perd (2).

La différence entre équilibre et solution efficace apparaît clairement dans le tableau ci-dessous. Deux joueurs ont chacun le choix entre tricher et coopérer. Les quatre cases du tableau présentent les combinaisons possibles. Les gains y sont donnés, d'abord pour le joueur I puis pour le joueur II. On trouve l'équilibre de ce jeu en cherchant, pour chaque action d'un joueur, la meilleure réponse de l'autre joueur. Ici, l'équilibre est à la case 1, où les deux joueurs trichent. La solution efficace est à la case 4, où les deux joueurs coopèrent. Vu la structure des gains du tableau ci-dessous, la solution efficace ne peut être atteinte que si chaque joueur a la garantie que l'autre s'y tiendra.

(2) Les économistes appellent cette efficacité "efficacité au sens de Pareto". Elle est définie formellement comme une situation où il n'y a pas moyen d'améliorer la situation d'un agent sans détériorer celle d'un autre.

Tableau : Le dilemme du prisonnier à deux joueurs

		Joueur I	
		Triche	Coopère
Joueur II	Triche	1 0 , 0	2 10 , -10
	Coopère	3 -10 , 10	4 5 , 5

Un des objectifs majeurs de la politique économique est de développer des règles et institutions qui permettent d'atteindre l'état efficace. Cela se fait, entre autres, en réduisant les incitants à dévier de cet état, c'est-à-dire en réduisant les occasions de faire des gains aux dépens d'autres joueurs (3).

1.3. EXEMPLES DE CONCURRENCE MONETAIRE

L'approche stratégique révèle une inévitable inefficacité des interactions entre pays basées sur la monnaie. Cette inefficacité est particulièrement présente quand plusieurs pays poursuivent simultanément des objectifs semblables aux dépens les uns des autres.

Un premier exemple bien connu de concurrence monétaire est celui des dévaluations compétitives : chaque pays tente d'exporter plus et d'importer moins en dévaluant sa monnaie. Si tous les pays poursuivent cette même politique, une spirale de dévaluations s'enclenche. L'inefficacité de cette politique est une réduction dramatique du commerce international. La crise des années 1930 est un exemple de dévaluations compétitives : les taux de change des monnaies se sont retrouvés en 1938 à peu près à leur niveau de 1928, mais l'activité économique et les échanges internationaux ont fortement baissé. Chaque pays craignait de perdre de l'or ou de

(3) Gonzales d'Alcantara (1988) a appliqué ce raisonnement au financement des communautés et des régions en Belgique.

s'endetter chez ses concurrents. Cela a empêché la coopération dans le redressement, sous forme soit de stimulation de la demande globale (suggestion de Keynes), soit de croissance prudente de la masse monétaire (suggestion des monétaristes, Friedman et Schwartz) (Kindleberger 1986).

Un second exemple de concurrence monétaire a été trouvé par certains dans la lutte contre l'inflation au début des années 1980. Bien des banques centrales auraient été tentées de recourir à des appréciations compétitives de leur monnaie pour faire baisser le prix des biens importés, et ainsi l'indice des prix. L'inefficacité de cette politique aurait été une réduction excessive de l'offre de monnaie et de l'activité économique (Bruno et Sachs 1985, Sachs 1985).

La poursuite d'objectifs nationaux totalement indépendants, réduit le risque de concurrence monétaire. Un glissement continu du taux de change reflète alors ces choix de politique économique sans les affecter. Il semble, cependant, que les pays industrialisés poursuivent des objectifs de plus en plus liés et semblables. Les raisons en apparaîtront dans les sections sur l'inflation et le taux de change. Elles proviennent du désir de développer le commerce international, dont tous profitent et par lequel le monde s'intègre de plus en plus. Il devient alors désirable que les objectifs poursuivis soient communs ou compatibles et que les occasions d'exploiter ses partenaires soient réduites.

1.4. SOLUTIONS : TAUX FIXES OU MONNAIE COMMUNE ?

En théorie, des taux de change fixes peuvent éliminer l'incitant principal à la concurrence monétaire. En fait, ils n'offrent pas la même garantie de fixité qu'une monnaie commune. Des politiques économiques incompatibles avec la fixité des taux de change peuvent être poursuivies jusqu'à ce que des changements considérables s'imposent quand-même. Par contre, des taux de change fixes s'obtiennent naturellement entre entités qui poursuivent toutes un seul et même objectif (ou chacune un objectif compatible avec celui des autres). Par exemple, la poursuite de la stabilité du prix de l'or ou d'un même panier de biens peut être un objectif domestique commun compatible avec la fixité du taux de change. Une monnaie commune permet la stabilité des prix, sans les incertitudes des taux de change fixes.

Les effets de la concurrence monétaire sont particulièrement coûteux pour des régions très liées économiquement et poursuivant des politiques économiques fort semblables. L'union monétaire se justifie d'abord entre de telles régions.

Cependant, la théorie économique enseigne aussi qu'une distorsion peut en compenser une autre. Cela peut être vrai de la concurrence entre autorités monétaires, quand celles-ci sont aussi prises dans un jeu avec leur économie domestique. C'est ce jeu que décrit la section suivante.

2. LE PROBLEME DE CREDIBILITE

2.1. INCITANTS A RENIER UN ENGAGEMENT

Le problème de la crédibilité d'une politique monétaire est celui des relations entre l'autorité monétaire et les autres agents économiques d'une zone monétaire. Il se pose aussi bien au niveau de la création de monnaie que de la détermination du taux de change.

Il est dans l'intérêt de tous que l'autorité monétaire s'engage à suivre une politique de prix et de taux de change qui minimise les distorsions dans l'économie, compte tenu de la structure de l'économie. Les agents économiques peuvent ensuite se baser sur ce programme monétaire pour prendre leurs décisions de prix, production, emploi, investissement.

Cependant, une fois les décisions du secteur privé prises, l'autorité monétaire peut être tentée par une modification surprise de son programme. Si cette action n'est pas anticipée, elle donne à l'autorité monétaire un avantage sur les structures de l'économie. Une surprise monétaire peut permettre une réduction du chômage, ou la collecte d'impôts supplémentaires. Une surprise de change peut stimuler des exportations (4).

(4) Les avantages mentionnés ici sont pris comme donnés. Cette section étudie le problème de crédibilité que la recherche de tels avantages pose. Les sections 3 (inflation) et 4 (taux de change) étudient leur importance économique.

2.2. INEFFICACITE DU MANQUE DE CREDIBILITE

Le secteur privé peut être capable de comprendre les objectifs de l'autorité monétaire : d'une part ses efforts pour minimiser les distorsions des prix et d'autre part sa tentation de créer un effet de surprise. En augmentant ses prix, le secteur privé peut prévenir l'effet de surprise d'une inflation ou d'une dévaluation. Il se prémunit ainsi jusqu'au point où il sait que l'émetteur de monnaie ne recherche plus l'effet de surprise par crainte de créer des distorsions trop élevées (5).

Au point d'équilibre, ce manque de crédibilité est inefficace puisqu'il crée des distorsions sur les marchés, sans produire les bénéfices de l'effet de surprise (Barro et Gordon 1983).

Le problème de crédibilité peut encore être accru par la dispersion des responsabilités monétaires. Dans de nombreux pays, dont la Belgique et les Etats-Unis, la politique monétaire est confiée à la banque centrale (la Banque Nationale de Belgique, la Federal Reserve), mais la politique de change appartient au ministre des finances, qui peut charger la banque centrale de son exécution.

Politique de change et politique monétaire ne sont pas indépendantes, les agents économiques scruteront donc les intentions des deux autorités (6).

(5) Par exemple, une quantité de monnaie M permet d'acheter une quantité Y de biens à un prix P . L'autorité monétaire peut vouloir augmenter M pour augmenter Y , mais le secteur privé peut préférer augmenter P . L'augmentation de P cause des distorsions dans les revenus et les prix : elle appauvrit certains, enrichit d'autres et stimule la production de biens dont le prix monte facilement. Le secteur privé peut savoir pour quelle augmentation de P , l'autorité monétaire préférera la lutte contre ces distorsions à la stimulation de Y .

(6) La section 4 discute le lien entre taux de change et politique monétaire. Malgré l'autonomie de la Réserve Fédérale américaine, les pressions du trésor pour faire baisser le dollar sont un des thèmes de mon analyse du mini-crash boursier d'octobre 1989 dans *La Libre Belgique* (Le jeu monétaire et les marchés, 21 octobre 1989).

2.3. EXEMPLES

Des analystes du système monétaire européen, souvent italiens, suggèrent que les membres à haut taux d'inflation sont en proie à un problème de crédibilité. En Italie, une tradition d'inflation élevée et un déficit public atteignant encore 10 % du produit national par an peuvent justifier la crainte d'une surprise inflationniste. Ceci expliquerait la difficulté pour l'Italie de réduire son taux d'inflation par la seule politique monétaire.

La dévaluation belge de 1982, et les réticences de la Banque Nationale et du Grand-Duché de Luxembourg peuvent s'expliquer dans le même cadre. La Banque Nationale tentait de limiter la création de monnaie et de maintenir ainsi un taux d'inflation relativement bas. Cependant, à la suite du choc pétrolier de 1973, le gouvernement et les partenaires sociaux suivaient une politique d'endettement et de salaires (élevés et indexés) incompatible avec la discipline monétaire que la Banque Nationale tentait de leur imposer. Ils savaient probablement qu'à défaut d'un financement monétaire, ils auraient l'issue d'une dévaluation. Tandis que la liaison du Franc belge au Deutsche Mark était présentée comme un élément de discipline et de maintien du pouvoir d'achat, elle causait, en fait, une perte de compétitivité pour l'économie belge et un déficit extérieur. La Banque Nationale était alors forcée de substituer des fonds d'état aux devises dans ses actifs (7). La politique monétaire de la Banque Nationale était contournée, et la dévaluation inévitable. La dévaluation n'a pu restaurer la compétitivité que grâce à des mesures d'accompagnement (contrôle des salaires et des dépenses publiques, et encouragement du capital à risque) et à une conjoncture mondiale favorable. Le Grand-Duché de Luxembourg, qui ne possédait pas le pouvoir d'enclencher une dévaluation, avait suivi une politique de salaires et d'endettement plus prudente (8).

(7) Pour clarifier ce point, l'annexe 1 présente la structure du bilan de la Banque Nationale, et en fait de toute banque émettrice de monnaie.

(8) A la prudence peut s'être ajouté le désir de développer ses services financiers, ce qui s'accompagne souvent d'une monnaie forte (Suisse) à défaut de très répandue (Etats-Unis, Angleterre).

2.4. SOLUTIONS PARADOXALES

Deux remèdes ont été proposés à l'inefficacité du manque de crédibilité : la concurrence monétaire, et l'acquisition d'une réputation anti-inflationniste.

La concurrence monétaire permet aux banques centrales de lutter contre l'inflation par des appréciations compétitives. Cet effet du taux de change augmente le coût de la création surprise de monnaie et compense, aux yeux des agents économiques, un manque de crédibilité domestique. Cette compensation d'effets est très connue en finances publiques (9), mais elle apparaît ici comme quelque peu théorique. L'idée peut être applicable aux grands pays, en particulier aux Etats-Unis (Rogoff 1985).

Une réputation anti-inflationniste peut s'acquérir auprès d'un pays voisin par la fixation du taux de change (Giavazzi et Pagano 1988). L'idée est de bénéficier de la crédibilité d'une banque centrale qui ne crée pas de surprises, comme la banque fédérale allemande (Bundesbank). Cependant, il n'est pas facile de choisir la monnaie de référence qui convient en termes de taux d'inflation et en termes de taux de change avec le reste du monde.

La fixation du taux de change n'est jamais irrévocable. Elle déplace seulement le problème de crédibilité. Si la politique monétaire reste inflationniste, la perte de compétitivité ne sera pas une sanction sévère si une dévaluation peut l'effacer. Un gain direct procuré à l'Etat peut rendre la fixation du taux de change plus crédible. La récente décision belge de limiter les fluctuations du franc par rapport au mark est basée sur le désir d'abaisser le taux d'intérêt en francs belges aussi près que possible du taux d'intérêt en marks. Cela réduit la charge d'intérêt de la dette publique belge. Peu de pays, cependant, recherchent un endettement élevé, et son effet bénéfique de stabilité monétaire est paradoxal et variable.

(9) C'est la théorie de l'optimum de second rang (second best) par rapport à l'optimum de premier rang (first best) : effets externes, taxes et subsides se compensent : supprimer l'un peut aggraver les distorsions causées par les autres.

Une réputation anti-inflationniste peut encore s'acquérir d'une autre manière : en acceptant une forte et rapide récession pour arrêter l'inflation. Cette méthode semble avoir été suivie par les Etats-Unis et la Grande-Bretagne au début des années 1980. Elle a donné à ces pays une reprise économique plus rapide que celle du groupe qui suivait l'Allemagne. Cependant la tolérance par ces pays d'un regain d'inflation, dès 1988, a jeté un doute sur leur crédibilité récemment acquise, tandis que l'autre groupe commençait à combiner croissance et bas taux d'inflation.

2.5. SOLUTION PAR ELIMINATION

Il semble que la perspective d'une monnaie commune rend les pays européens plus soucieux de maintenir leur position compétitive. Un nouveau choc pétrolier peut cependant raviver la tentation de laisser monter les salaires indexés et l'endettement de l'Etat, ceci dans la mesure où on peut recourir à une dévaluation au moment où des problèmes de compétitivités apparaissent. Cette faiblesse serait encore plus coûteuse que de renoncer tout de suite à suivre une monnaie forte.

Le caractère irréversible d'une union monétaire reporte le problème de crédibilité au niveau de l'union. La division d'unions monétaires existant aujourd'hui amènerait inévitablement une baisse de crédibilité pour la plupart de leurs composantes, ne fut-ce que pour une question d'inexpérience et de réduction de taille. C'est un supplément d'autonomie économique que peu désirent. Centrer la politique monétaire sur la seule stabilité des prix est plus crédible, le faire en commun est plus facile.

3. LE CHOIX D'UN TAUX D'INFLATION LOCAL

3.1. TAUX D'INFLATION MONETAIRE

La section précédente a montré qu'une autorité monétaire, tentée de créer des surprises, peut avoir de la peine à maintenir un taux d'inflation optimal. Il faut maintenant aborder les raisons qui poussent une autorité monétaire à manipuler son taux d'inflation. Ce sont le revenu de la création de monnaie, la stimulation du marché des capitaux et la stimulation de la demande globale.

Le taux d'inflation discuté dans cette section est le taux d'inflation monétaire qui, à terme, entraîne nécessairement une hausse de tous les prix, tant à la consommation qu'à la production. Le choix d'un taux d'inflation monétaire propre est incompatible avec le maintien de taux de change fixes avec d'autres monnaies. Certaines variations dans les indices locaux des prix à la consommation sont, elles, compatibles avec une union monétaire à politique constante (10). Ces variations reflètent la demande pour des biens locaux et font partie du processus d'ajustement régional discuté à la section 5.

3.2. SEIGNEURIAGE

L'émission de monnaie procure un revenu à l'Etat. Les citoyens sont prêts à payer un prix pour les services rendus par la monnaie. L'inflation est comme une taxe sur ces services. La théorie de la taxation optimale suggère de taxer les biens en fonction de l'élasticité de la demande. Un important marché noir ou un système financier peu développé peuvent rendre la demande de monnaie peu élastique. Un taux d'inflation monétaire élevé est alors une source appréciable de revenus pour l'Etat. Aussi, certains pays européens du Sud financent dix pourcents de leurs dépenses publiques par l'émission de billets et l'imposition de réserves obligatoires aux banques (passif de la banque centrale) (Drazen 1989).

(10) En août 1990, le taux de hausse des prix à la consommation en Espagne et en Italie était de 7 %. En Italie, la hausse des prix à la production était de 6 %; en Espagne, de 3 %. L'inflation monétaire est plus élevée en Italie qu'en Espagne, mais la demande de biens locaux par les investisseurs étrangers est plus élevée en Espagne.

Cependant, ces pays ne désirent maintenir ni le marché noir, ni la faiblesse du système financier. Ils désirent renoncer dès que possible à une création monétaire qui n'est pas optimale à terme et qui peut même retarder leur développement.

Quand l'inflation monétaire gonfle les prix et les revenus nominaux, la non-indexation des barèmes fiscaux progressifs augmente la taxation. Pour augmenter la taxation, une révision directe des barèmes est, toutefois, plus appropriée que l'inflation des revenus nominaux.

3.3. INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS

Le rôle de l'inflation sur le marché des capitaux est principalement fonction de la relation de substituts ou compléments de la monnaie et du capital. Tobin et Mundell ont développé dans les années 1960 un argument basé sur une relation de substituts : une légère inflation rend la détention de monnaie moins attrayante et encourage les prêts à intérêts ou l'acquisition de capital à risque. McKinnon (1973) a montré cependant que, dans la plupart des pays en développement, la monnaie et le capital sont complémentaires. En effet, le paiement d'avance de stocks et de biens d'équipement requièrent l'accumulation de liquidités. De même, l'intermédiation financière entre épargnants et investisseurs requiert que la monnaie garde sa valeur.

Au niveau des entreprises, l'inflation réduit les dettes libellées en unités monétaires, mais aussi les créances. L'inflation rend les amortissements pour investissements, sur base de leur valeur historique, insuffisants pour assurer le renouvellement.

De toutes façons, il n'y aura jamais sur le marché des capitaux un argument pour un taux d'inflation élevé, mais seulement pour un taux non négatif empêchant l'accumulation d'actifs monétaires non productifs.

3.4. STIMULATION DE LA DEMANDE FINALE

Enfin le rôle de l'inflation comme stimulant de la demande globale a été largement remis en question par les récentes expériences de stagnation et inflation. La courbe de Phillips - où quelques points de chômage en moins s'échangeaient contre quelques points d'inflation en plus - ne tenait pas assez compte des réponses de l'offre de travail et de capital. En fait, l'indexation des revenus ou les attentes rationnelles des agents privés et des syndicats rendent le taux de chômage insensible au taux d'inflation (courbe verticale, à long terme). De plus, le prix de l'énergie ou un effet négatif de l'inflation sur l'investissement productif augmentent, simultanément, et le chômage et l'inflation (déplacement de la courbe). Face à une telle réduction des possibilités de production (choc de l'offre), l'inflation ne peut maintenir l'emploi que si elle érode les salaires réels (11) (Bruno et Sachs, 1985).

En stimulant la demande, l'inflation ne permet pas de juger exactement la rentabilité des activités économiques. Toute activité peut survivre en augmentant son prix. La sélection des productions ne se fait plus en fonction de leur potentiel de croissance et de profit, mais en fonction de la facilité avec laquelle la clientèle acceptera une hausse de prix.

3.5. CONSENSUS

Cet aperçu des trois arguments traditionnels pour l'inflation suggère qu'un consensus se dégage de plus en plus pour un taux d'inflation bas. L'inflation amène trop de distorsions dans les prix et les revenus, et donc dans le comportement économique, pour se justifier comme source de revenus fiscaux et de stimulation des investissements ou de la demande.

(11) La hausse du coût de facteurs importés réduit les possibilités de production des facteurs locaux. A prix réel donné, la demande pour ces facteurs baisse. L'inflation peut réduire leur coût réel si leur prix nominal reste constant, sinon leur sous-emploi réduit encore les possibilités de production.

Il y a donc peu de raisons pour un pays de s'opposer à une monnaie commune capable de réaliser un bas taux d'inflation. Ceci est encore plus vrai pour les pays où un problème de crédibilité maintient un taux d'inflation plus élevé que celui qu'ils préféreraient atteindre. Par contre, on voit mal des entités à bas taux d'inflation rejoindre une union monétaire qui risquerait d'en produire un plus élevé.

La section 6 étudiera comment l'union monétaire peut s'en tenir à un taux d'inflation bas. Il faut d'abord voir si d'autres raisons qu'un taux d'inflation monétaire propre ne demandent pas de garder la liberté d'ajuster le taux de change local.

