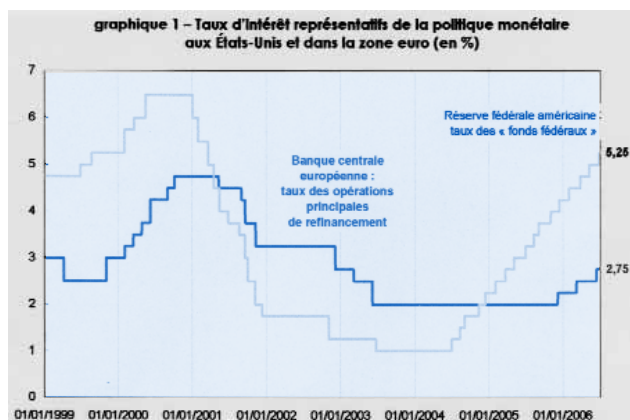


# Entre craintes de l'inflation et fragilité de la conjoncture Où vont les politiques monétaires ?

Denis Durand

**D**ans une conjoncture mondiale qui traverse une phase plutôt favorable, toutes les grandes banques centrales ont commencé à rendre plus restrictives leurs politiques monétaires, suscitant une inquiétude inhabituelle chez les organisations économiques internationales. Fin mai, l'OCDE notait que la politique américaine était «*en train de prendre un tour plus restrictif*» et, pour ce qui concerne l'Europe, elle avertissait la Banque centrale européenne que «*le rythme d'un tel resserrement devrait être conditionné par des signes tangibles de résorption du retard de la demande*». Début juin, le FMI esti-mait qu'en Europe «*les conditions pour un resserrement plus continu et plus substantiel ne semblent pas réunies*». Fin juin, la Banque des Règlements internationaux rappelait aux banques centrales les responsabilités qu'elles ont prises en tolérant l'apparition de profonds déséquilibres dans l'économie mondiale mais ajoutait qu'au point où nous en sommes la hausse des taux d'intérêt devenue inéluctable devrait se faire avec beaucoup de «doigté». Selon ses économistes, une hausse trop brutale pourrait entraîner «*un retournement du cycle du crédit et, par-là même, une baisse des prix de l'immobilier et un tassement de la demande globale*».



En clair, l'abondance du crédit à l'échelle mondiale, encouragée par la politique monétaire américaine et entérinée, bon gré mal gré, par les autres banques centrales, n'a pas seulement favorisé la reprise économique qui se manifeste depuis 2002. Elle a aussi alimenté la spéculation immobilière (selon *The Economist*, entre 1997 et 2006 les prix des logements ont doublé en France et aux États-Unis et ils ont presque triplé en Grande-Bretagne, en Espagne ou en Irlande) et surtout la reprise de l'inflation financière, tandis que Wall Street drainait les capitaux du monde entier, facilitant les investissements aux États-Unis au prix d'un déficit astrono-

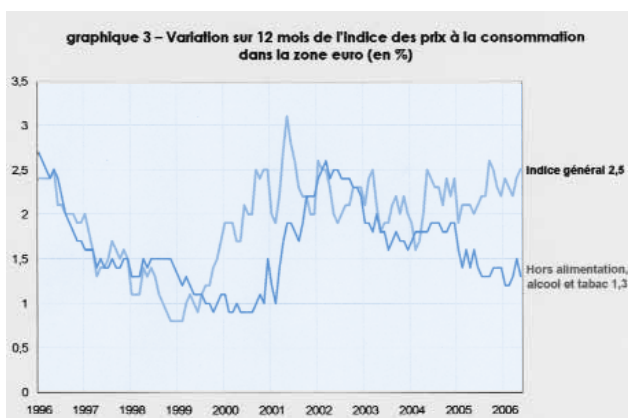
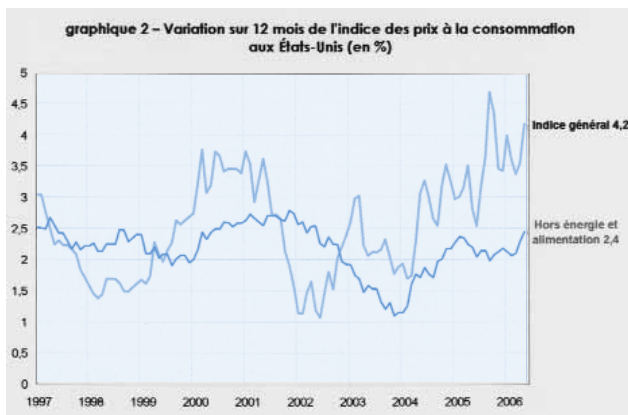
mique de la balance des paiements américaine. Un resserrement trop prononcé des politiques monétaires risquerait de dérégler les délicats mécanismes qui permettent à l'économie mondiale d'avancer malgré ces déséquilibres, et de déclencher des évolutions potentiellement incontrôlables : krach boursier (les hausses de taux d'intérêt décidées par les banques centrales ont déjà provoqué une chute du cours des actions au cours du printemps, sur les marchés «émergents» d'abord, au Japon, aux États-Unis et en Europe ensuite) ; effondrement des prix de l'immobilier qui constituerait un phénomène meurtrier pour les ménages fortement endettés et pour les banques ; et, finalement, chute de la demande qui pourrait mettre en péril l'expansion économique.

On a de bonnes raisons de penser que ces catastrophes ne sont pas pour demain et que le cycle de croissance amorcé au début de la décennie n'est pas encore arrivé à son terme (voir dans ce numéro les articles précédents de Y. Dimicoli). Il n'en est pas moins vrai que les politiques monétaires ont une responsabilité énorme dans la marche de l'économie et, par-là, sur l'emploi et la situation de milliards d'êtres humains. Pour comprendre cet enjeu, il faut se demander d'abord ce qui motive l'action des banques centrales, ensuite s'il serait possible de mettre davantage cette action au service d'un développement qui profite à l'ensemble des citoyens et des peuples.

Les banques centrales affichent comme leur objectif principal le maintien de la stabilité des prix. Cela peut sembler conforme à leur vocation de gardiennes de la confiance du public dans la monnaie. Dans la réalité, l'accent exclusif mis sur la lutte contre l'inflation renvoie à une obsession des détenteurs de titres financiers. En effet, la hausse des prix à la consommation ronge le pouvoir d'achat des patrimoines. De plus, si les salaires suivent plus ou moins cette hausse, leur augmentation vient amputer les profits. Rien d'étonnant, donc, à ce que les marchés financiers craignent comme la peste l'inflation des prix à la consommation. En revanche, l'inflation des prix des actifs financiers (actions, obligations...) ne les dérange pas du tout, bien au contraire ; or, cette inflation a été énorme depuis maintenant un quart de siècle. La mise en place de l'euro et de ses conditions — banque centrale indépendante des gouvernements, priorité absolue donnée à la «stabilité des prix» sur la croissance et l'emploi, «pacte de stabilité» réprimant les dépenses publiques, qu'elles soient socialement utiles ou non, politique d'«euro fort» accentuant la pression concurrentielle contre les salaires en Europe — a ainsi fonctionné comme un puissant moyen de protection de la rentabilité du capital dans la zone euro. À la longue, la compression de l'emploi, des salaires, des dépenses de recherche et de formation a toutefois eu des conséquences néfastes : le poten-

tiel de croissance et de maîtrise des nouvelles technologies a pris du retard, en Europe et particulièrement en France, par rapport aux États-Unis (qui bénéficient du privilège du dollar pour attirer les capitaux du monde entier et peuvent se permettre une politique monétaire plus souple, plus attentive à la croissance) et par rapport aux «pays émergents» comme la Chine ou l'Inde.

Toutefois, depuis le début de l'année, la crainte de l'inflation agite les milieux financiers. Cela peut paraître surprenant dans un monde où les derniers souvenirs d'une forte hausse des prix à la consommation remontent à près de vingt ans. Hors énergie et alimentation, le rythme actuel de hausse des prix à la consommation n'a rien d'exceptionnel aux États-Unis et reste plutôt bas dans la zone euro (voir graphiques 2 et 3). Ces craintes s'appuient pourtant sur un phénomène réel : la hausse des prix du pétrole et de la plupart des matières premières industrielles, suscitée à la fois par la pression sur les ressources naturelles, qui constitue une menace de plus en plus évidente à moyen terme et, dans l'immédiat, par la très forte demande de l'industrie chinoise, dont la production croît à près de 18% l'an. En outre, les perspectives relativement élevées de la croissance mondiale font naître des pénuries de main-d'œuvre qualifiée qui pourraient se traduire par des pressions à la hausse sur certaines catégories de salaires. Déjà, aux États-Unis, les salaires horaires ont commencé à augmenter plus vite que les gains de productivité du travail.



Toutefois, cette pression à la hausse, qui se manifeste depuis plusieurs années déjà, est largement contrecarrée par deux mutations profondes de l'économie mondiale :

- l'entrée sur le marché du travail capitaliste de dizaines de millions de salariés et de chômeurs chinois (et des autres «pays

émergents») qui fournissent aux groupes multinationaux, à la fois une main-d'œuvre très bon marché sur place et un moyen de pression sur les salariés des pays industrialisés, désormais placés en permanence sous la menace des délocalisations et des restructurations ;

- les économies de dépenses en capital et en travail permises par les débuts de la révolution informationnelle. Les nouvelles technologies permettent de produire davantage avec moins de matière et d'énergie, et provoquent des gains de productivité apparente du travail considérables dans de nombreux secteurs, y compris celui des services administratifs, comptables, financiers et de communication. Au lieu d'utiliser ces économies pour dépenser davantage pour l'embauche, la formation et la recherche, les groupes s'en servent pour renforcer encore les profits de leurs actionnaires et leurs performances boursières.

Sous l'effet de ces deux puissants facteurs déflationnistes, les entreprises ont été en état, jusqu'à présent, de ne pas répercuter la hausse des prix de l'énergie dans leurs prix de vente sans porter atteinte aux profits des multinationales et à la rentabilité des portefeuilles financiers. Cependant, les tensions accumulées sous ce régime de croissance posent de sérieux problèmes aux banques centrales, particulièrement à la Banque centrale européenne qui ne bénéficie pas, comme la Réserve fédérale américaine, des privilèges que confère la gestion de la monnaie sur laquelle repose la confiance des investisseurs du monde entier.

Le comportement de la BCE s'explique donc par les dilemmes auquel elle est confrontée. Continuer son cycle de hausse des taux d'intérêt, c'est risquer d'étouffer la reprise, très atténuée par rapport au reste du monde, qui commence à se manifester dans la zone euro. Mais ne rien faire, c'est à la fois :

- laisser se développer la bulle immobilière et l'inflation financière et rendre plus brutales les conséquences que leur dégonflement futur menace d'entraîner pour l'économie européenne ;

- entériner les sorties de capitaux européens vers les États-Unis : la monnaie créée par les banques européennes est abondante (la croissance des crédits des institutions financières bancaires aux agents économiques de la zone euro dépasse 11% l'an) mais elle ne sert que très partiellement à financer des investissements ou des créations d'emplois dans la zone euro. Les crédits qui augmentent le plus sont ceux qui financent des fusions et acquisitions d'entreprises. Pour sortir de ces dilemmes, la nécessité s'impose plus que jamais d'une politique monétaire sélective, décourageant les opérations financières et favorisant les investissements, publics ou privés, qui contribuent à élever le potentiel de création de richesses ainsi que les dépenses de recherche et de formation. Les banques centrales, et en particulier la BCE, en auraient les moyens techniques si elles décidaient de moduler leurs instruments (taux d'intervention sur le marché monétaire, réserves obligatoires) en fonction de ces objectifs.

Pour réussir, une telle politique monétaire aurait besoin d'appuis «sur le terrain», dans l'exercice par les salariés de nouveaux pouvoirs sur la gestion et le financement des entreprises, pour rendre ces gestions favorables à l'emploi et à la croissance. Elle aurait également besoin de nouvelles formes de coopération monétaire à l'échelle mondiale, pour faire reculer l'hégémonie du dollar et faire reposer le développement de la planète sur l'émission d'une monnaie gagée sur le potentiel de développement de tous les êtres humains. ■