

Nouveau message mondial : moins d'inflation et plus d'intérêt, moins de salaires et plus de pétrole

⊙ L'inflation passe au premier plan des préoccupations des responsables politiques et bancaires mondiaux. C'est là un changement profond et brutal dans l'ordre des priorités.

⊙ Explication : le risque de déflation, lié à la crise des *subprimes*, est désormais jugé moins important que ceux d'inflation dans les pays émergents et de stagflation dans les pays développés.

⊙ Conséquences : ces annonces impliquent des hausses de taux d'intérêt et une vigilance particulière sur les salaires, l'idée étant d'obtenir une phase de rééquilibrage de la valeur ajoutée, au prix d'une moindre croissance aux Etats-Unis et en Europe.

⊙ Risques : sur-réaction des taux courts et longs, inertie des demandes salariales, rechute bancaire.

Premier danger : la déflation

1 - La crise mondiale dite des *subprimes* a été partout traitée par plus de liquidité, une liquidité partout moins chère en termes réels, et en termes nominaux surtout aux Etats-Unis. Les autorités américaines ont également laissé filer le déficit budgétaire, laissé baisser le dollar et permis une importante entrée de fonds souverains dans leurs banques. Il s'agissait d'éviter une récession forte qui aurait alimenté des anticipations déflationnistes, dans une situation de crise bancaire et financière grave.

2 - L'affaire Bear Stearns a montré les succès et les limites de cette stratégie. D'un côté, les autorités ont empêché un risque systémique en organisant le rachat en catastrophe de Bear Stearns par JP Morgan Chase. D'un autre, cette intervention a souligné les limites de la Fed, tant en niveaux d'intervention et de garanties, avec à la clef un risque pesant sur le dollar.

3 - Une double leçon apparaissait ainsi début juin : la crise systémique devait être arrêtée, beaucoup avait été fait, sachant que la résilience de l'économie américaine était manifeste. Cette phase montrait aussi les limites des politiques anti-déflation : crise du dollar, entrée des fonds souverains, inflation importée. Il fallait donc les arrêter, elles aussi.

Deuxième danger : passer d'une bulle à l'autre

4 - Les marchés financiers étaient inquiets d'une réplique du *conundrum* d'Alan Greenspan. Trop de liquidités trop peu chères allaient faire naître, quelque

part, d'autres bulles. La Fed, qui corrigeait les effets de son laxisme antérieur, conduirait aux mêmes erreurs que par le passé. Il fallait donc indiquer que la baisse des taux *Fed funds* était finie, en attendant la hausse.

5 - Cette inquiétude de la bulle future était d'autant plus forte qu'on voyait monter les prix (métaux, produits agricoles, pétrole) dans les pays émergents et s'y développer une boucle prix-salaire. Les monnaies sous-évaluées (Chine) permettaient à l'inflation de s'installer, comme les monnaies liées au dollar (Golfe), sachant que ces pays ne voulaient pas apprécier leurs taux de change nominaux et laissaient monter leur taux de change réel. Ce qui ne pouvait plus durer.

Le procédé : retourner les anticipations

7 - Le retournement des politiques monétaires était donc obligatoire, passant par une coordination des messages et des actions. La Fed parle d'inflation et du risque du dollar faible. La BCE annonce une hausse imminente de ses taux, alors qu'elle disait quinze jours avant qu'une baisse était impossible dans l'année ! Dans le monde, les banques centrales arrêtent leurs mouvements de baisse ou se préparent à des hausses.

8 - Une détente des cours anticipés du pétrole est décisive pour que les indices de prix se retournent. Les pays exportateurs ayant refusé un accroissement de production, des messages positifs viennent de la seule Arabie saoudite. Il faut dégonfler les anticipations.

8 - L'acceptation d'une phase de moindre croissance doit être claire, au moins comme message/menace crédible dans la reformulation des anticipations. Les très nombreux discours faits par la Fed très récemment marquent un net changement, entre par exemple les propos de Mishkin¹ en mars et ceux de Kohn² (numéro deux de la Fed) en juin.

La mesure des effets

9 - Bien évidemment, le bon fonctionnement de cette nouvelle configuration des anticipations des taux sera un faible coût du passage à l'acte. Les marchés ont immédiatement accepté l'idée. Ils attendent non seulement les hausses de taux, mais surtout les conditions qui minimiseront le coût de transition d'une politique anti-déflation à une politique anti-inflation.

10 - Dans ce contexte, les prix anticipés du pétrole seront décisifs, relayés par les enquêtes auprès des entrepreneurs (croissance, investissement, emploi), et les taux longs.

11 – L’acceptation de cette nouvelle politique monétaire est également en question. Si le corps politique et le corps social l’accepte, c’est-à-dire accepte le ralentissement qui en découle, les tensions seront plus faibles, notamment en Europe. Mais il faudra aussi que la Chine reprenne sa politique d’appréciation nominale du yuan et que des messages viennent des Emirats Arabes Unis pour un passage de leur peg au dollar à un panier de devises, où le dollar sera évidemment dominant.

Le lancement d’une politique de stabilisation mondiale des prix : la BCE partout ?

13 – La Grande Modération est finie, plus exactement la grande modération sans peine. La Chine exportait largement des produits pas chers, donc de la désinflation, tandis qu’elle finançait le déficit américain. Alan Greenspan avait incidemment apprécié que la Chine, du temps de la surchauffe américaine de la bulle Internet, ne réévalue pas le yuan. Mais tout ceci est derrière nous. Désormais, les grands pays émergents sont en expansion, face à l’inflation qu’ils ont déclenchée. Il faudra qu’ils augmentent leurs taux d’intérêt et de change.

14 – Le modèle de stabilisation des anticipations par une annonce chiffrée des prix autour d’une zone étroite va se développer. Les critiques vont s’étendre sur les limites de l’inflation targeting, trop mécanique, et du risk management de la Fed, trop incertain. La comfort zone de la Fed est remise en cause... par la Fed elle-même³ ! Bien sûr ceci trahit un certain trouble, et devra être assez vite réglé.

15 – Dans ce contexte, il n’est pas impossible que le système de choix de la BCE ne ressorte renforcé, avec une définition claire de l’objectif (la stabilité des prix) et des mesures d’ancrage (un peu moins de 2% à moyen terme). Ce qui ne veut pas dire que son mode de communication et sa transparence ne doivent pas être améliorés.

Les deux risques du retournement : ratio de sacrifice élevé et solidité financière faible

16 - Les marchés vont désormais mesurer la crédibilité des acteurs, côté pétrole, côté taux d’intérêt, et côté tensions salariales. Le ratio de sacrifice (perte cumulée en croissance liée à une réduction permanente d’un point d’inflation), calculé

à 1,3 % dans la zone euro, devient la clef de nos ajustements. Il fonde les politiques d’assouplissement du marché du travail, décisives. Si le coût en croissance d’une décélération de l’inflation est fort, les tensions seront partout vives.

17 - La deuxième question est celle du degré de solidité du système bancaire mondial. Il s’agit de sa double résistance au ralentissement global en cours et à la remontée des taux qui se dessine.

Rien n’est donc joué dans ce passage brutal d’un réglage monétaire à un autre. L’explication des autorités est clef pour ancrer les nouvelles anticipations en minimisant les coûts du retournement. La cohésion internationale est également clef, avec en premier lieu la coopération des exportateurs de pétrole, pour détendre les anticipations de prix. Au-delà d’un G8 qu’on peut certes juger décevant, mais qui ne peut tout résoudre, la situation est en réalité plus complexe. Les marchés financiers vont parier sur les résultats du changement en cours, et les acteurs économiques adapter leurs stratégies à cette nouvelle donne anti-inflation mondiale. Tout est donc affaire de crédibilité. ■

1 – “Exchange rate depreciations are thus likely to have less adverse effects on inflation than they have had in the past. The empirical evidence also indicates that pass-through from exchange rates to import prices is low and has declined markedly over the past two decades.” Bien sûr, F. Mishkin ajoute: “Nevertheless, exchange rate fluctuations can still have an effect on inflation and economic activity; hence, monetary policy must continue to take these fluctuations into account to ensure that inflation expectations remain well anchored and that fluctuations in economic activity are minimized.” F. Mishkin : Exchange Rate Pass-Through and Monetary Policy, 7 mars 2008.

2 – “Since real wages need to fall and both prices and wages adjust slowly, the efficient adjustment of relative prices will tend to include a bit of additional price inflation and a bit of additional unemployment for a time, leading to increases in real wages that are temporarily below the trend established by productivity gains... An appropriate monetary policy response would share many of the characteristics I discussed earlier. In particular, bringing overall inflation immediately back to the low rate consistent with price stability could be associated with a much higher rate of unemployment for a short time.” Donald Kohn, Lessons for Central Bankers from a Phillips Curve Framework, 11 juin 2008.

3 – “The science of monetary policy provides a strong rationale for framing the inflation goal in terms of a specific point objective rather than as a range or comfort zone.” “Comfort Zones, Shmumfort Zones”, F. Mishkin, 27 mars 2008.

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

75710 PARIS Cedex 15 — Fax : +33 (0)1 43 23 58 60

Directeur de la Publication : Jean-Paul Betbèze

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l’opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d’être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l’information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l’une de ses filiales ou d’une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l’exactitude, ni l’exhaustivité de ces opinions comme des sources d’informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d’informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l’utilisation des informations contenues dans cette publication.