

## LA CHRONIQUE DE... MATHILDE LEMOINE (\*)

*La France ne doit pas craindre une hausse des taux de la BCE*

**L**es mutations rapides de notre environnement macroéconomique donnent lieu à de nouveaux jugements définitifs au mépris du caractère cyclique de la croissance et des prix. Nous devrions ainsi, à en croire leurs auteurs, devoir faire face de manière irréversible à la poursuite ininterrompue de la hausse du prix du pétrole. Par ailleurs, le changement récent d'orientation des politiques monétaires serait une réponse inadaptée à cette situation. Pourtant, si le choc pétrolier est en partie le résultat du caractère expansionniste des politiques monétaires, l'annonce de hausses futures des taux d'intérêt est le moyen le plus efficace de stopper la poursuite de la hausse du prix des matières premières.

Le quadruplement du prix du pétrole exprimé en dollars depuis 2002 et le triplement du prix des autres matières premières s'expliquent bien sûr par la hausse rapide de la demande des pays émergents et notamment de la Chine, par la diversification de la production agricole vers les biocarburants, par la baisse des stocks, par la manque d'investissement, par le *peak oil* ou par les tensions géopolitiques. Néanmoins, ces déterminants sont insuffisants pour justifier le quasi-doublement du prix du pétrole entre septembre 2007 et juin 2008. La hausse du prix des matières premières est aussi le résultat direct du caractère expansionniste des politiques monétaires des pays développés et des émergents.

**Stabilisation du change.** Depuis 2002, les politiques monétaires menées dans la plupart des pays ont soutenu la demande. La masse monétaire a augmenté de près de 40 % aux États-Unis, en zone euro, au Japon et au Royaume-Uni, et elle a triplé au Brésil, en Russie, en Inde, en Chine et dans les pays exportateurs de pétrole. La baisse des taux d'intérêt réels a engendré une croissance de la consommation des ménages supérieure à celle de leur revenu tant aux États-Unis qu'en France. Dans les pays émergents, la politique monétaire a été utilisée pour stabiliser le change afin de soutenir les exportations et de générer une hausse de la demande externe. En conséquence, la croissance mondiale a été proche de 5 % durant ces quatre dernières années et a été ainsi supérieure à son potentiel. Cela peut survenir même quand des poches de main-d'œuvre restent inemployées dans la mesure où l'inadéquation de l'offre de travail et les délais d'ajustement décalent les possibilités de nouvelles augmenta-

tions de la production. La hausse du prix des matières premières est donc le résultat d'un choc de demande plutôt que d'un choc d'offre. Et l'accélération récente des prix du pétrole et des matières premières résulterait notamment de l'inflexion des politiques monétaires des pays développés après la crise financière de l'été 2007 : la Réserve fédérale a repris son cycle de baisse de son taux directeur et la BCE a maintenu le sién à 4 %.

**Stagflation en vue pour les pays émergents.** En effet, la baisse des taux réels, en incitant les investisseurs à acheter des matières premières aux dépens des obligations à court terme, soutient la flambée des prix des matières premières. Selon Jeffrey Frankel, une baisse du taux d'intérêt réel de 100 points de base engendrerait en moyenne une hausse des prix réels des matières premières de 6 %. Les politiques monétaires et la « spéculation »

considèrent alors que l'accélération de l'inflation est temporaire puisque la banque centrale agira quoi qu'il arrive. Le coût en termes de croissance est indiscutable à court terme alors que les marchés immobiliers donnent déjà des signes de faiblesse. Mais il serait encore plus élevé si on attendait un ajustement brutal des coûts de production.

Les politiques monétaires des pays développés menées après l'éclatement de la bulle Internet puis après la crise financière de l'été 2007 ont alimenté la hausse des prix des matières premières. A contrario, un changement d'orientation peut donc avoir un impact direct sur le prix des matières premières en restreignant la liquidité et en incitant les investisseurs à acheter des obligations.

À ce titre, la manifestation de leur inquiétude en matière d'inflation et les possibles relèvements de taux d'intérêt constituent donc un signal important qui peut mettre fin à la poursuite de la

*Le coût en termes de croissance est indiscutable à court terme, alors que les marchés immobiliers donnent déjà des signes de faiblesse.*

seraient ainsi pour partie responsables. Par ailleurs,

les pays émergents ont retardé l'ajustement de leur consommation grâce aux subventions, au contrôle des prix et à l'augmentation des droits de douane à l'exportation, ce qui pourrait les conduire à la stagflation puisqu'ils ne peuvent attendre des États-Unis et de l'Europe, touchés par le ralentissement immobilier, un soutien de leur croissance. Il est donc possible d'agir sur l'évolution à court terme des prix des matières premières notamment par une hausse des taux d'intérêt et par la mise en œuvre de politiques budgétaires orientées vers le développement de la production.

En augmentant les taux réels, les autorités monétaires peuvent influer sur le prix des matières premières. Elles inciteraient en effet les investisseurs à se détourner des matières premières pour d'autres placements de taux d'intérêt. Elles participeraient également à la réduction des déséquilibres des balances courantes et limiteraient la croissance de la liquidité.

**Inflation temporaire.** De plus, en annonçant un resserrement dès à présent de leurs politiques monétaires, les banques centrales modèreront les revendications salariales. En effet, les syndicats comme les salariés

flambée du prix des matières premières et du pétrole.

Les autorités des pays émergents doivent elles aussi participer au rééquilibrage qui est en train de s'opérer en continuant d'augmenter leurs taux d'intérêt tout en poursuivant l'appréciation de leur monnaie. Pour limiter les impacts négatifs sur la croissance, cette politique monétaire doit s'accompagner d'une politique budgétaire active.

À court terme, cette dernière devra aider les plus touchés par la hausse des prix des matières premières tout en les incitant à réduire leur consommation. À plus long terme, elle devra encore développer le potentiel de croissance et limiter l'énergie nécessaire à l'augmentation de la production. La politique économique française affiche ces objectifs avec la loi de modernisation de l'économie et la Grenelle de l'environnement. La France doit donc accompagner la politique européenne d'augmentation des taux. Elle en a les moyens.

(\*) Économiste, membre du Conseil d'analyse économique, coauteur des « Grandes Questions d'économie et de finance internationales », Éditions de Boeck.