



## THE BANKER'S COMMENT - JEAN-PIERRE PATAT Regard d'un ex-banquier central sur l'actualité

Février 2011, TAC Newsletter - [www.tac-financial.com](http://www.tac-financial.com)

Chiffre du mois : 140 milliards d'euros, presque le PIB du Portugal : les bonus versés aux employés des banques de Wall Street.

### L'inflation. Faut-il en rêver ?

L'inflation est de retour nous dit-on. Remettons les choses à leur place. Dans les pays dits avancés, après une année 2009 où on frisait la déflation, il n'est pas surprenant que, reprise aidant, les chiffres soient désormais, chaque mois, supérieurs à leur niveau de l'année dernière, d'autant plus que ce que les statisticiens appellent l'« effet de base » (importance du chiffre d'il y a un an dans les calculs du glissement sur douze mois), gonfle quelquefois artificiellement le résultat publié. Certains, assez joliment, distinguent la « bonne » et la « mauvaise » inflation. Nous subirions la « mauvaise » ; celle provoquée par la hausse des prix des matières premières, la « bonne » étant celle qui vient de la demande avec indexation des salaires à la clé. On nous permettra d'avoir une opinion exactement inverse, la supposée « bonne » inflation étant, le passé le prouve, celle qui est le plus susceptible de s'emballer et de devenir incontrôlable. L'inflation par les coûts ne nous paraît pas devoir atteindre des niveaux inquiétants dans les pays avancés compte tenu, notamment, de la force des pressions concurrentielles, et le suspense sur les décisions des banques centrales plutôt évanoué. On l'a déjà dit, l'enjeu pour ces institutions est, de notre point de vue, pour les prochaines années, davantage la stabilité financière que la stabilité des prix. Une raison pour laquelle nous estimons, sans évidemment qu'il y ait la moindre réserve « ad hominem », que la « culture Bundesbank » ne paraît pas adaptée à la présidence de la BCE (rappelons que, dans le passé, l'institution européenne a toléré, à plusieurs reprises, des dépassements du seuil, qui n'est pas sacro-saint de 2%).

Le problème est tout autre dans les pays émergents et, encore plus dans les pays pauvres. Dans les premiers, une inflation par la demande est d'ores et déjà visible (et souvent minorée dans les chiffres officiels, cf la Chine). Compte tenu de l'importance des produits de base dans les budgets individuels, la hausse des prix des matières premières risque de provoquer une inflation difficile à contrôler dans les pays émergents et une situation socialement et politiquement explosive dans les pays pauvres. Dans cette conjoncture, une monnaie relativement forte peut être un renfort plus qu'un problème. Ces situations ramènent en tout cas à leur juste mesure les graves interrogations des analystes sur les éventuelles futures décisions de la Banque d'Angleterre ou de la BCE !

### Le mot du mois : G20.

Ce n'est pas original mais c'est incontournable. Quelles ambitions ? La « communauté » financière internationale aujourd'hui, c'est plus de 150 pays, au lieu des quelques dizaines de membres fondateurs du FMI, tous industrialisés et se protégeant à l'époque par des restrictions sur les mouvements de capitaux qui n'existent plus aujourd'hui. Parler d'un nouveau Bretton Woods est donc un beau rêve. Le G20 peut cependant aboutir, sinon à des disciplines réglementaires, du moins à l'élaboration d'indicateurs fiables des déséquilibres (pas si facile que cela) et à des accords de bonne conduite et de coopération dans lesquels le FMI jouerait un rôle de facilitateur. Accessoirement, et ce n'est pas mince, ce forum élargi peut faire prendre conscience que les politiques monétaires des grands pays ont des incidences au-delà du G7 (cf par exemple les politiques de très bas taux d'intérêt et le carry trade, particulièrement dommageables pour les pays émergents)...

### Afrique : les pièges de la moyenne.

L'Afrique subsaharienne, qui avait connu une fin de siècle catastrophique, semble depuis dix ans sur une meilleure voie. Elle a de plus mieux résisté à la crise que le reste de la planète. Un autre motif de satisfaction est que, si les pays pétroliers tiennent la tête du tableau, nombre de pays sans ressources naturelles notables (Mali, Burkina Faso, Ouganda...) ont de bons résultats. L'amélioration de la gouvernance, du cadre et des politiques macroéconomiques ont été les principaux moteurs de cette embellie. De grosses insuffisances demeurent dans l'éducation et les infrastructures de base. Surtout, ces beaux chiffres de croissance du PIB, des moyennes, sont trompeurs et ne reflètent pas, dans la majorité des pays, l'amélioration des niveaux de vie du plus grand nombre. Or, c'est cette amélioration qui est le facteur d'une croissance durable.

### La compétitivité, hélas ! Mais le « modèle » allemand est-il pour autant à (essayer de) suivre ?

Les très mauvais chiffres du commerce extérieur français suscitent leur lot de lamentations sur la mauvaise compétitivité de notre appareil productif. Un redressement implique un effort conséquent d'investissements dans des secteurs clés (peut-être le « grand emprunt » y pourvoira, mais le résultat n'est pas pour demain), ou un effort de restriction des coûts difficile à faire passer. Rappelons que la seule période depuis la guerre durant laquelle la France connut de substantiels excédents a été celle de la politique dite du « franc fort » qui obligea les entreprises à faire de réels efforts pour améliorer leur compétitivité dans tous les domaines. Cela dit, ne nous obnubilons pas sur le « modèle » allemand forcément non pérenne. Les analystes Anglo-saxons estiment que 1) les débouchés de l'industrie allemande en Europe se sont effondrés avec la crise et ne sont pas près d'être restaurés avec les politiques de rigueur budgétaire ; 2) l'Allemagne se tourne vers la Chine mais cela ne peut durer car les Chinois achètent des produits de haute technologie pour les stocker ; 3) stimuler la demande interne trouve ses limites dans un pays vieillissant et à la démographie déclinante. Alors ? Ne vaut-il pas mieux se concentrer sur deux paramètres clés de la fonction de production : travail (avec éducation et formation) et recherche-développement ?

### Déséquilibres mondiaux : redonner au FMI son rôle originel.

La question des déséquilibres massifs et structurels de balance des paiements est à l'ordre du jour du G20. Disons le tout net, si les excédents de certains pays relèvent d'une politique délibérée, ils pourraient difficilement perdurer s'ils ne rencontraient une demande en fort excédent sur l'épargne dans d'autres pays. Lorsque cette demande est alimentée par un endettement qui incite les institutions financières à tous les excès, on a la crise que nous venons de subir. Les Américains avaient proposé de plafonner les déséquilibres à 4% du PIB. Le moment et le chiffre choisis avaient laissé à penser que la mesure ne concernerait en fait que les pays excédentaires. Mais l'idée, s'intégrant dans un mécanisme de surveillance confié au FMI conformément à ce qui était sa mission principale lors de sa création, pourrait utilement être retenue. Il faudrait toutefois que la gouvernance du Fonds soit sérieusement révisée pour lui donner une liberté de conception, de décisions, de recommandations, d'avertissements, voire de sanctions qu'il n'a pas puisqu'un seul pays dispose aujourd'hui du quota de droits de vote nécessaire pour bloquer toute décision. Aucune des réformes engagées jusqu'à maintenant n'a abordé cette question.