

La bataille mondiale contre l'inflation est presque gagnée ; un changement de cap s'impose à présent sur trois fronts

La bataille mondiale contre l'inflation a été dans une large mesure remportée, même si des pressions sur les prix persistent dans certains pays. Après avoir culminé à 9,4 % en glissement annuel au troisième trimestre de 2022, les taux d'inflation globale devraient à présent s'établir à 3,5 % d'ici la fin de 2025, en dessous du niveau moyen de 3,6 % enregistré entre 2000 et 2019.

En outre, malgré un resserrement marqué et synchronisé de la politique monétaire dans le monde, l'économie mondiale est restée exceptionnellement résiliente tout au long du processus de désinflation et a ainsi évité une récession. La croissance devrait se maintenir à 3,2 % en 2024 et 2025, même si les taux de quelques pays, en particulier les pays en développement à faible revenu, ont fait l'objet d'importantes révisions à la baisse, souvent du fait de l'intensification des conflits.

Bien que la baisse mondiale de l'inflation constitue une étape majeure, les risques de dégradation se multiplient et dominent actuellement les perspectives mondiales : une escalade des conflits régionaux, un maintien trop prolongé d'une politique monétaire restrictive, une possible résurgence de la volatilité des marchés financiers avec des conséquences défavorables sur les marchés de la dette souveraine (édition d'octobre 2024 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde), un ralentissement encore plus marqué de la croissance en Chine et le recours toujours grandissant à des mesures protectionnistes.

À quels facteurs faut-il attribuer la baisse de l'inflation ? Comme l'indique le chapitre 2 du présent rapport, la poussée de l'inflation mondiale et sa baisse ultérieure tiennent à une conjugaison unique de chocs : de vastes perturbations de l'approvisionnement associées à de fortes pressions sur la demande dans l'après-pandémie, suivies de fortes flambées des prix des produits de base causées par la guerre en Ukraine. Ces chocs ont conduit à un déplacement vers le haut et à une pentification de la courbe de Phillips, à savoir la relation entre l'activité et l'inflation. À mesure que les perturbations de

l'approvisionnement s'atténuent et que le resserrement de la politique monétaire commençait à freiner la demande, la normalisation des marchés du travail a permis à l'inflation de diminuer rapidement sans fortement pénaliser l'activité. Il est certain que la désinflation peut être en grande partie attribuée à la résorption des chocs eux-mêmes, et ensuite à une reprise de l'offre de main-d'œuvre, souvent liée à l'immigration. Mais la politique monétaire a aussi joué un rôle important, car elle a aidé à maintenir l'ancrage des anticipations d'inflation, ce qui a permis d'éviter des spirales prix-salaires délétères et de ne pas revivre la situation désastreuse des années 70.

Le retour de l'inflation à des niveaux proches des cibles fixées par les banques centrales offre l'occasion d'un changement de cap indispensable sur trois fronts.

Le premier virage, celui de la politique monétaire, a déjà été amorcé. Depuis juin, les principales banques centrales des pays avancés ont commencé à baisser leurs taux directeurs, passant progressivement à une orientation plus neutre. Ces mesures soutiendront l'activité économique à un moment où les marchés du travail de nombreux pays avancés montrent des signes de faiblesse, sur fond d'une hausse des taux de chômage. Cette réorientation contribuera aussi à parer aux risques baissiers.

L'évolution des conditions monétaires mondiales relâche la pression sur les pays émergents, dont les monnaies s'apprécient par rapport au dollar et les conditions financières s'améliorent. Cela contribuera à réduire les pressions inflationnistes importées et permettra à ces pays de poursuivre plus facilement leur propre trajectoire de désinflation.

Toutefois, la vigilance reste de mise. L'inflation dans les services reste trop élevée, à presque le double du niveau pré-pandémique. Certains pays émergents voient réapparaître des pressions inflationnistes, parfois en raison des prix élevés des denrées alimentaires. De plus, le monde est à présent marqué par des perturbations de l'approvisionnement en raison de facteurs climatiques, sanitaires et géopolitiques. Face à de tels chocs, qui font à la fois augmenter les prix et baisser la production, la politique monétaire peine toujours davantage à maintenir la

stabilité des prix. Enfin, même si les anticipations d'inflation sont restées bien ancrées cette fois-ci, la partie sera peut-être plus difficile la prochaine fois, car à l'avenir, les travailleurs et les entreprises chercheront davantage à protéger leur niveau de vie et leurs bénéfices.

Le deuxième virage à opérer porte sur la politique budgétaire. L'espace budgétaire dont disposent les pays est également un pilier de la stabilité financière. Après des années de politique budgétaire expansionniste, il est temps de stabiliser la dynamique de la dette et de reconstituer des amortisseurs budgétaires indispensables. Si l'abaissement des taux directs apporte un certain répit en réduisant les coûts de financement, cela ne suffira pas, surtout que les taux d'intérêt réels à long terme sont de loin supérieurs à leurs niveaux pré-pandémiques. Dans bon nombre de pays, il convient d'améliorer les soldes primaires, c'est-à-dire la différence entre recettes budgétaires et dépenses publiques nettes du service de la dette. Pour certains pays, comme les États-Unis et la Chine, les plans budgétaires actuels ne stabilisent pas la dynamique de la dette (édition d'octobre 2024 du *Moniteur des finances publiques*). Dans beaucoup d'autres, même si les plans budgétaires qui ont immédiatement suivi la pandémie et les crises du coût de la vie étaient prometteurs, les signes de dérapages se multiplient. La marge de manœuvre est étroite : retarder inutilement les ajustements augmenterait le risque de se voir imposer des ajustements désordonnés par les marchés, tandis qu'un virage excessivement abrupt vers le rééquilibrage budgétaire irait à l'encontre du but recherché et nuirait à l'activité économique. Pour atteindre les objectifs, il faudrait redresser la barre en entreprenant des ajustements progressifs, crédibles et étalés sur plusieurs années, lorsqu'un rééquilibrage s'impose. Plus l'ajustement budgétaire sera crédible et discipliné, plus la politique monétaire sera en mesure de jouer un rôle d'accompagnement. Or, la volonté et la capacité de mener à bien des ajustements disciplinés et crédibles ne sont pas au rendez-vous.

Le troisième virage, le plus difficile, est celui des réformes structurelles. Il reste beaucoup à faire afin d'améliorer les perspectives de croissance et de relever la productivité, seuls moyens de relever les nombreux défis auxquels nous sommes confrontés : la reconstitution des amortisseurs budgétaires, le vieillissement et la baisse de la population dans de nombreuses régions du monde, une population africaine jeune et croissante en quête de débouchés, la transition climatique, le renforcement de la résilience et l'amélioration des conditions de vie des personnes les plus vulnérables au niveau national

et international. Hélas, avec un taux de 3,1 %, la croissance mondiale à moyen terme demeure morose. Bien que cela s'explique en grande partie par la dégradation des perspectives de la Chine, l'horizon à moyen terme d'autres régions telles que l'Amérique latine et l'Union européenne s'est également assombri. Récemment publié, le rapport Draghi propose une évaluation réaliste du recul des perspectives pour cette région et des difficultés qui s'y rattachent.

Face à une concurrence extérieure accrue et aux faiblesses structurelles de l'industrie manufacturière et de la productivité, bon nombre de pays prennent des mesures de politique industrielle et commerciale en vue de protéger leurs travailleurs et leurs secteurs d'activité. Si ces mesures peuvent parfois stimuler l'investissement et l'activité à court terme, en particulier lorsqu'elles reposent sur des subventions financées par la dette, elles entraînent souvent des représailles, sont peu susceptibles d'améliorer durablement les conditions de vie à l'intérieur ou à l'extérieur des pays, et sont à éviter résolument lorsqu'elles ne s'attaquent pas minutieusement à des défaillances bien connues du marché ou ne répondent pas à des préoccupations de sécurité nationale. La croissance économique doit plutôt être le résultat de réformes intérieures ambitieuses qui stimulent la technologie et l'innovation, améliorent la concurrence et l'allocation des ressources, approfondissent l'intégration économique et encouragent des investissements privés productifs.

Or, bien qu'elles soient plus urgentes que jamais, les réformes structurelles rencontrent souvent une forte résistance sociale. Le chapitre 3 du présent rapport analyse les facteurs qui déterminent l'acceptabilité sociale des réformes, l'une des conditions préalables à leur réussite. Il s'en dégage un message clair : l'amélioration de la communication a ses limites. La clé du succès réside plutôt dans l'établissement d'une relation de confiance entre le gouvernement et la population (un processus à double sens tout au long de la conception des mesures) et l'inclusion de mesures compensatoires adéquates pour atténuer les effets des réformes sur la répartition des revenus. Cet enseignement important est également pertinent lorsque nous réfléchissons aux voies et moyens d'améliorer davantage la coopération internationale et d'intensifier nos efforts multilatéraux pour relever nos défis communs, en cette période où nous célébrons le 80^e anniversaire des institutions de Bretton Woods.

Pierre-Olivier Gourinchas
Conseiller économique