

POINTS DE PRESSE POUR LE CHAPITRE 3 :
VISER LES OBJECTIFS ATTEIGNABLES : FLUCTUATIONS DES COURS DES MATIÈRES PREMIÈRES
ET POLITIQUE MONÉTAIRE

Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2011

Rédigé par John Simon (chef d'équipe), Daniel Leigh, Andrea Pescatori, Ali Alich, Luis Catão, Ondra Kamenik, Heejin Kim, Douglas Laxton, Rafael Portillo et Felipe Zanna

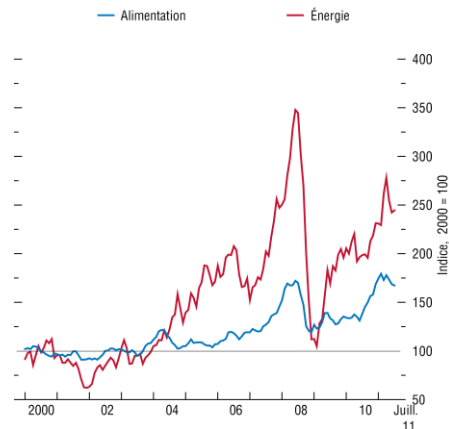
Points principaux

- **Les pays dont la banque centrale est crédible et où il existe des capacités inutilisées peuvent se permettre de ne pas se soucier de la hausse de l'inflation globale provoquée par les cours des matières premières.**
- **Les hausses des prix des produits alimentaires peuvent avoir des effets secondaires particulièrement importants dans les pays où la banque centrale est moins crédible et qui subissent la pression d'une demande excédentaire; une riposte plus active des pouvoirs publics est préconisée dans ces pays.**
- **Les cours des matières premières ont des effets plus intenses sur l'inflation dans les pays où la part de l'alimentation est élevée et la crédibilité de la politique monétaire faible — ce sont des caractéristiques que partagent un certain nombre de pays émergents et en développement.**
- **Il peut être difficile d'atteindre un objectif d'inflation quand les cours des matières premières fluctuent. Une banque centrale qui essaie d'atteindre un objectif d'inflation globale risque de saper sa crédibilité et de déstabiliser l'économie.**
- **Le ciblage de l'inflation sous-jacente, qui peut être mesurée de diverses façons, permet de renforcer la crédibilité et, ainsi, de parvenir à de meilleurs résultats économiques. Il vaut mieux viser un objectif que l'on est en mesure d'atteindre.**

Ce chapitre étudie les effets inflationnistes des mouvements des cours des matières premières et la riposte monétaire appropriée. Les cours mondiaux des matières premières ont récemment connu une certaine volatilité (voir graphique). D'après notre analyse, les mouvements de ces cours ont des effets plus intenses et plus durables sur l'inflation dans les pays où la part de l'alimentation dans le panier de consommation est élevée et dans les pays où les anticipations inflationnistes sont

Graphique 3.1. Cours mondiaux des matières premières, 2000–11
(En valeur réelle, corrigés de l'indice des prix à la consommation américain)

Les prix de l'alimentation et de l'énergie ont beaucoup augmenté depuis 2000. Ils ont atteint un record en 2008, atteignant des niveaux supérieurs, respectivement, de 80 % et de 250 % à ceux de 2000. Actuellement, ils sont supérieurs de 80 % et de 150 % à ceux de 2000 et on peut craindre que des forces structurelles les fassent monter au cours des années à venir.



Sources : Haver Analytics; et calculs des services du FMI.

ancrées moins fermement. Ce sont des caractéristiques que partagent un certain nombre de pays émergents et en développement.

L'inflation sous-jacente est une mesure qui reflète les variations de l'inflation qui risquent de se prolonger à moyen terme. Une telle mesure est résiliente aux chocs temporaires sur les cours des matières premières. L'une des mesures possibles exclut l'alimentation et l'énergie. Il est aussi possible d'utiliser une prévision de l'inflation globale. Ce sont toutefois les circonstances du pays qui déterminent la mesure la plus appropriée.

Pour réagir à des chocs sur les prix des matières premières, il est important de voir quelle mesure de l'inflation la banque centrale utilise pour définir son objectif, à cause de son effet sur la crédibilité de l'autorité monétaire. Dans les pays où la crédibilité initiale de la politique monétaire est basse et la part de l'alimentation dans le panier de consommation élevée, il est plus facile de renforcer cette crédibilité en se concentrant sur l'inflation sous-jacente plutôt que l'inflation globale. Cela provient du fait qu'il est plus difficile d'atteindre des objectifs d'inflation globale que des objectifs d'inflation sous-jacente quand les cours des matières premières sont volatils. Une meilleure crédibilité permet alors de mieux ancrer les anticipations inflationnistes et de réduire la volatilité de la production et de l'inflation.

Le message principal de ce chapitre est de «viser les cibles que l'on peut atteindre». Puisque les chocs sur les cours des matières premières sont généralement durs à prévoir et qu'ils ne durent souvent pas longtemps, une banque centrale qui cherche à asseoir sa crédibilité fera généralement mieux d'expliquer les objectifs de sa politique en fonction de l'inflation sous-jacente plutôt que de l'inflation globale. En effet, si le ciblage de l'inflation globale permet de réduire la volatilité de l'inflation globale, cela n'est possible qu'au prix d'une volatilité considérablement plus forte de l'activité économique. C'est l'importance relative que l'on accorde à la stabilisation des prix des produits alimentaires et des matières premières plutôt qu'à celle de la production et de l'emploi qui détermine ce qu'il est souhaitable de faire.

Les pays dont la banque centrale est crédible et qui disposent de capacités inutilisées peuvent se permettre de ne pas se soucier de la hausse de l'inflation globale provoquée par les cours des matières premières. Dans les pays où la crédibilité de la banque centrale est forte — ce qui se traduit par des anticipations inflationnistes bien ancrées — et où les capacités inutilisées sont substantielles, la politique monétaire peut rester accommodante même si l'inflation globale augmente à cause des chocs sur les prix alimentaires. Ce sont les circonstances auxquelles sont confrontés un certain nombre de pays avancés et certains pays émergents de nos jours.

Dans les pays où la demande exerce une pression et où l'inflation est supérieure à l'objectif fixé, un choc sur les prix alimentaires aura probablement des effets secondaires particulièrement intenses. Une riposte des pouvoirs publics plus active que dans les autres pays est préconisée, tout en prenant garde à l'évolution de la demande extérieure. Plus l'écart initial entre l'inflation constatée et l'objectif fixé est grand, plus la perte de crédibilité est grave. Un certain nombre de pays émergents et en développement font face encore aujourd'hui à ce genre de pression.

POINTS DE PRESSE – CHAPITRE 4

SOLDES BUDGÉTAIRE ET COMMERCIAL, DES JUMEAUX SÉPARÉS À LA NAISSANCE?

Perspectives de l'économie mondiale, septembre 2011

Rédigé par Abdul Abiad (chef d'équipe), John Bluedorn,
Jaime Guajardo, Michael Kumhof et Daniel Leigh

Points principaux

- **La politique budgétaire peut jouer un rôle clé dans le rééquilibrage de la demande mondiale en ce qu'elle a un effet notable et durable sur le solde extérieur. Nous constatons que réduire le déficit budgétaire de 1 % du PIB entraîne une amélioration du solde courant supérieure à ½ % du PIB.**
- **Le solde courant s'améliore parce que les importations baissent en raison d'un affaiblissement de la consommation et de l'investissement intérieurs, et que les exportations augmentent du fait de la dépréciation de la devise qui suit, en général, la rigueur budgétaire.**
- **Lorsque le taux de change est fixe et que les possibilités de relance monétaire sont limitées, l'ajustement du compte courant en réaction à un rééquilibrage budgétaire est de même ampleur mais plus douloureux : l'activité économique se contracte davantage et les salaires et les prix intérieurs reculent plus nettement.**
- **Lorsque plusieurs pays resserrent simultanément leurs politiques budgétaires, l'effet sur le solde courant d'un pays dépend de l'ampleur de son rééquilibrage budgétaire *par rapport* aux autres. Les plans d'ajustement budgétaire actuels contribueront à la résorption des déséquilibres dans la zone euro et des excédents commerciaux des pays émergents d'Asie, mais à un creusement du déficit courant américain.**

L'ajustement budgétaire sera, dans les années à venir, l'un des principaux facteurs structurant l'économie mondiale. De nombreux pays avancés doivent réduire leur déficit budgétaire pour rétablir la viabilité de leurs finances publiques. Les pays émergents et en développement durcissent leur politique budgétaire pour retrouver des marges de manœuvre budgétaire et, dans certains cas, pour limiter les risques de surchauffe.

Quelles seront les conséquences de ces ajustements budgétaires sur les soldes extérieurs? Dans les pays qui accusent des déficits budgétaires et commerciaux, comme les États-Unis et certains pays de la zone euro, les dirigeants espèrent que le rééquilibrage budgétaire permettra de réduire les deux déficits. Pour des pays comme la Chine, l'Allemagne ou le Japon, le rééquilibrage pourrait encore accroître leur excédent commercial. Le chapitre 4 analyse les changements de politique budgétaire adoptés dans les pays avancés depuis trente ans et procède à des simulations.

Nous constatons que la politique budgétaire a un effet notable et durable sur le solde courant. Un rééquilibrage budgétaire de 1 % du PIB conduit à une amélioration du solde courant de plus de ½ % dans les deux ans, qui se maintient à moyen terme. Cette

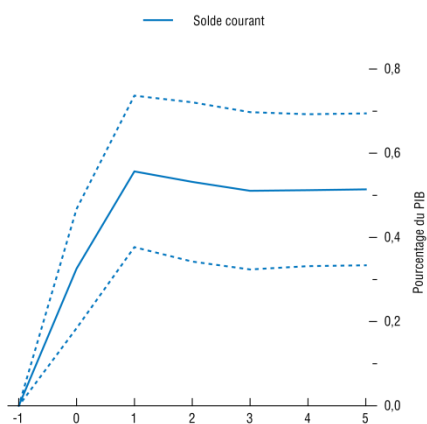
amélioration résulte non seulement de la réduction des importations due à une baisse de la demande intérieure, mais aussi de l'augmentation des exportations due à un affaiblissement de la monnaie nationale.

Si la marge de manœuvre monétaire est limitée, l'ajustement du solde courant est de la même ampleur mais plus douloureux. Lorsque les taux directeurs ne peuvent être abaissés pour compenser l'effet du rééquilibrage budgétaire, soit parce qu'ils sont quasi nuls soit parce que le taux de change est fixe, la contraction de la demande intérieure est plus forte. Le taux de change réel subit tout de même une dépréciation, avec une plus forte compression des prix et des salaires intérieurs, ce qu'on appelle parfois «dévaluation intérieure». Dans l'ensemble, le solde courant s'améliore quand même d'environ ½ % du PIB en réaction à un rééquilibrage budgétaire de 1 % du PIB. Cela vaut pour les pays de la zone euro, qui font partie d'une union monétaire, et pour les pays où les taux d'intérêt sont proche de zéro, comme les États-Unis et le Japon.

Lorsque de nombreux pays rééquilibrent leur budget simultanément, l'effet sur le solde courant d'un pays donné dépend de l'ampleur de son rééquilibrage *par rapport aux autres*. En effet, tous les pays ne peuvent améliorer leur solde courant simultanément. Il est prévu que certains pays, comme l'Australie, le Canada, le Royaume-Uni et certains membres de la zone euro, adoptent des mesures de rééquilibrage relativement substantielles et permanentes. L'ajustement budgétaire devrait avoir un effet positif sur leurs soldes extérieurs. L'Allemagne et les pays émergents d'Asie procèdent également à un rééquilibrage, mais de moindre ampleur, qui devrait aider à réduire leur excédent extérieur. Enfin, l'ampleur assez faible des mesures de rééquilibrage actuellement envisagées aux États-Unis laisse à penser qu'elles ne réduiront guère le déficit courant américain.

Effet d'un rééquilibrage budgétaire de 1 % du PIB sur le solde courant

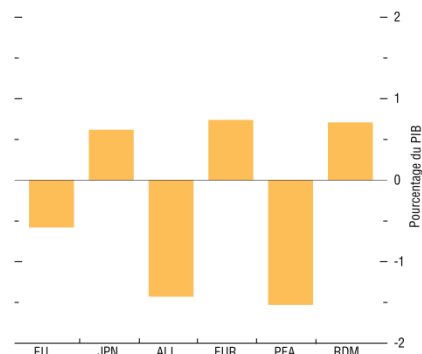
La politique budgétaire a un effet marqué et durable sur les soldes extérieurs. Un rééquilibrage budgétaire de 1 % du PIB conduit en moyenne à une amélioration du solde courant supérieure à ½ % du PIB dans les deux ans, et cette amélioration se maintient à moyen terme.



Source : estimations des services du FMI.
Note : Les années sont en abscisse, t=0 est l'année du rééquilibrage. Les lignes en pointillés marquent l'intervalle de confiance de 90 % autour de la valeur estimée.

Effet à long terme des ajustements budgétaires annoncés sur les soldes courants (à partir de 2010)

Les divers plans d'ajustement budgétaire impliquent une réduction des déséquilibres dans la zone euro, une réduction des excédents extérieurs dans les pays émergents d'Asie et une augmentation du déficit courant américain.



Source : estimations des services du FMI.
Note : ALL, Allemagne; EU, États-Unis; EUR, zone euro hors Allemagne; JPN, Japon; PEA, Pays émergents d'Asie; RDM, Reste du monde.