

Repenser l'Inflation: les Recommandations du FMI à la Traîne

par Raquel Almeida Ramos (IPC-IG) and Jan-Willem Lammens (IPC-IG)

Deux tendances se sont révélées clairement ces dernières années : « la cible anti-inflationniste a fait passer l'objectif d'emploi à une position secondaire » et, en ce qui concerne les instruments, « la politique monétaire a été établie comme la politique macro-économique par excellence » (Frenkel, 2006). Cette orientation a été remise en question à la suite de la crise de 2008-2009, alors que certains décideurs se sont vus confrontés à une inflation à la hausse, à une période où une politique monétaire de soutien était nécessaire. L'accent mis sur l'inflation était fondé sur l'idée généralement acceptée qu'un taux d'inflation stable entraîne un écart de production stable (voir en anglais « divine coincidence »). Cette déclaration est aujourd'hui profondément revisitée, tel qu'illustré par Blanchard (2011), qui avait introduit à l'époque l'indice de référence divine coincidence, mais remet actuellement en cause la coïncidence entre la stabilité de l'inflation et l'écart de production. La conséquence implicite pour les banques centrales est qu'elles doivent surveiller à la fois l'inflation et l'écart de production afin d'assurer la stabilité macro-économique.

Roy et Ramos (2012) analysent les recommandations du FMI pour 26 pays en développement en 2010. Ils constatent que, mis à part ce redressement important des politiques inflationnistes (à l'extérieur comme à l'intérieur du FMI), aucune reformulation fondamentale n'a été incorporée aux recommandations faites aux pays en développement.

Tout d'abord, considérant qu'une réduction significative des niveaux d'inflation au moyen du resserrement des politiques monétaires peut entraîner des coûts de production importants, il est essentiel de tenir compte d'une analyse coûts-avantages. Cela est particulièrement vrai dans les pays en développement, où la capacité d'utiliser une politique budgétaire expansionniste peut être restreinte et où le seuil d'un impact négatif de l'inflation sur la croissance est plus élevé. Cependant, il a été démontré que les analyses de l'inflation effectuées par le FMI étaient plutôt superficielles, se réduisant la plupart du temps à une phrase ou à quelques commentaires sur la source de l'inflation. Aucun débat sur le coût de l'inflation ou sur le coût des politiques proposées n'a été fourni. Les analyses de l'inflation les plus complètes ont été faites pour l'Inde et la Chine, mais les autres rapports n'ont pratiquement pas pris en considération le niveau adéquat de la cible.

Deuxièmement, les recommandations mettent l'accent sur la lutte contre l'inflation et négligent le contexte économique plus large. Le rapport préparé par le FMI pour la Colombie était le seul à bien examiner la conjoncture économique, et pas uniquement l'inflation. Puisqu'elles tiennent compte des sources de l'inflation et de la nécessité de soutenir la reprise économique, les recommandations de politique à la Colombie semblent plus cohérentes.

Troisièmement, les recommandations axées sur la lutte contre l'inflation ont tendance à envisager des solutions uniquement par le biais d'une politique monétaire (laquelle n'est fondamentalement conçue que pour contrôler l'inflation induite par la demande), même dans les pays où le FMI attribue l'inflation à des facteurs du côté de l'offre, comme les aliments, le prix de l'énergie, les fluctuations des taux de change ou l'augmentation des taxes. Certains grands pays émergents font exception : avec le défi supplémentaire de faire face à des afflux de capitaux excessifs, ces pays ont été invités à combattre l'inflation par le biais de politiques budgétaires.

Dans le cas de la Jordanie, le rapport indique que l'inflation devrait subir une hausse semblable à celle des prix des produits de base importés (l'énergie et les produits alimentaires) et conseille à la Banque Centrale de resserrer les conditions monétaires si l'inflation s'accélère. Une recommandation similaire a été donnée à l'Indonésie, qui, en plus de présenter une inflation distinctement déterminée par l'offre, était confrontée à des afflux de capitaux excessifs : deux raisons pour lesquelles un resserrement de la politique monétaire n'est pas approprié.

L'argument largement cité par le FMI est que la politique monétaire contrôle les anticipations d'inflation ou contient les effets d'inflation de second tour. Cependant, pourquoi les décideurs devraient-ils lutter contre l'inflation uniquement par l'intermédiaire des effets de second tour ou des attentes? D'autres mécanismes de la politique monétaire ayant un effet sur l'inflation tout en étant cohérents avec la source de celle-ci pourraient faire baisser l'inflation et, par conséquent, contrôler les anticipations d'inflation.

Quatrièmement, le choix d'un régime de ciblage de l'inflation (CI), une tendance parmi les pays en développement, a souvent reçu des éloges de la part du FMI. Cependant, bien que le modèle du régime de CI soit adapté à la situation de plusieurs pays, certains autres ne remplissent pas toutes les conditions sur lesquelles le régime est fondé; par conséquent, l'efficacité du régime de CI pour l'ensemble des pays doit être questionnée. L'analyse des rapports du FMI montre toutefois que celui-ci recommande la mise en œuvre du régime de CI ou accueille favorablement son adoption, indépendamment des caractéristiques particulières de chaque pays.

Le cas de la Moldavie illustre bien une des possibles limites du régime de CI. Comme l'indique le rapport, le mécanisme de transmission monétaire du pays est faible. Ainsi, l'efficacité d'un usage exclusif des politiques monétaires est limitée, car celles-ci n'ont que peu d'incidence sur les conditions de la demande.

Pour l'Afrique du Sud, le rapport reconnaît une autre restriction importante du régime de CI : il est conçu pour des agents d'anticipations prospectifs, ce qui n'est pas le cas en Afrique du Sud, qui présente des séries d'inflation relativement têtues en raison du comportement des agents d'anticipations adaptatifs. Néanmoins, le FMI conclut que le régime est positif. Ainsi, même si le régime pouvait avoir un effet sur l'inflation, cela ne pourrait être accompli qu'au moyen d'une approche beaucoup plus restrictive à l'égard des politiques monétaires, laquelle donnerait lieu à des coûts de production plus élevés.

En dernier lieu, les pays ayant reçu des investissements de portefeuille considérables durant la période suivant la crise financière mondiale ont dû faire face à des défis complexes liés à la lutte contre les pressions inflationnistes. Compte tenu de la situation, l'habituelle augmentation des taux d'intérêt n'était pas la mesure la plus adéquate. Toutefois, le FMI conseille un resserrement monétaire aux pays comme le Pérou, l'Inde, l'Indonésie et la Thaïlande, bien qu'il reconnaisse que ces pays sont en proie à des flux excessifs de capitaux volatils.

References:

Blanchard, O. (2011). 'Monetary Policy', *Monetary Policy in the Wake of the Crisis*. Washington DC, IMF.

Frenkel, R. (2006). 'An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment', *Journal of Post Keynesian Economics* 29 (4), 573–591.

Roy, R., and Ramos, R. A. (2012). 'An analysis of IMF policy recommendations', *IPC-IG Working Paper 86*. Brasília, International Policy Centre for Inclusive Growth.