

Quelle serait la situation économique du Monde s'il menait une politique monétaire « normale » ?

Le Monde est aujourd'hui caractérisé par une croissance rapide, une inflation en hausse, mais seulement en raison de la hausse des prix des matières premières, une progression rapide du crédit, et, les uns après les autres, des prix des actifs. Ces évolutions sont liées au choix d'une politique monétaire mondiale très expansionniste, aux États-Unis, et surtout dans beaucoup de pays émergents et exportateurs de matières premières.

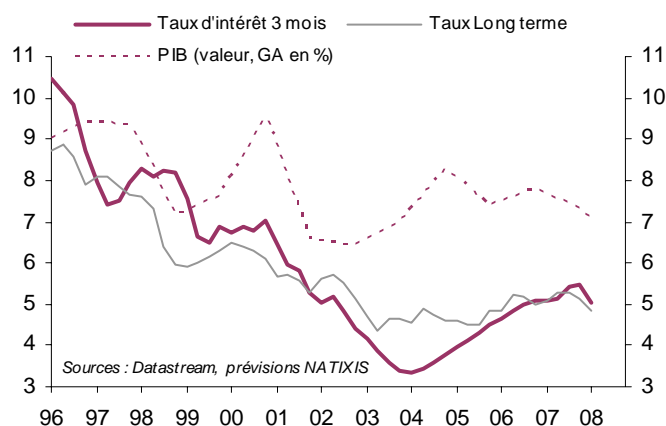
Utilisant un modèle économétrique très simple du Monde, nous nous demandons ce que serait l'équilibre économique mondial si la politique monétaire menée était « normale », neutre, et pas biaisée vers l'expansion.

En freinant de 9 points par an environ la croissance de la base monétaire mondiale, on pourrait obtenir un gain substantiel sur les prix des matières premières (- 8 points par an) et l'inflation (- 2,1 points par an) au prix d'une perte modérée de croissance mondiale (- 0,4 point par an), ce qui paraît bien attrayant.

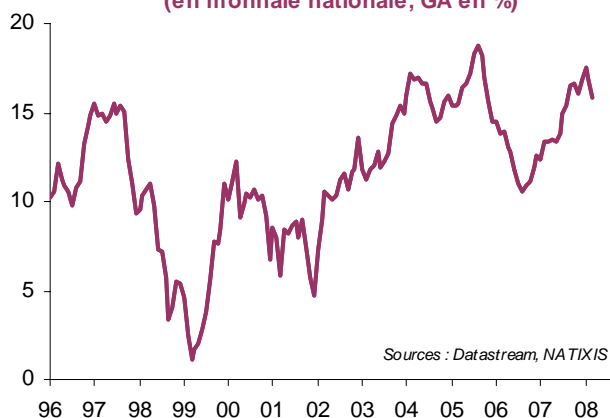
La politique monétaire du Monde est très expansionniste

Ce caractère expansionniste de la politique monétaire mondiale se voit à de multiples indicateurs : taux d'intérêt faibles par rapport à la croissance (**graphique 1**), progression rapide de la base monétaire (de la liquidité créée par les banques centrales, **graphiques 2 a – b**).

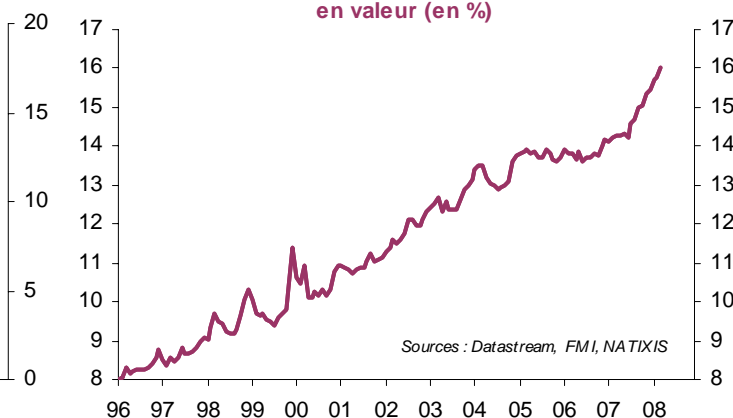
Graphique 1
Monde : taux d'intérêt et croissance du PIB



Graphique 2 a
Monde : base monétaire
(en monnaie nationale, GA en %)

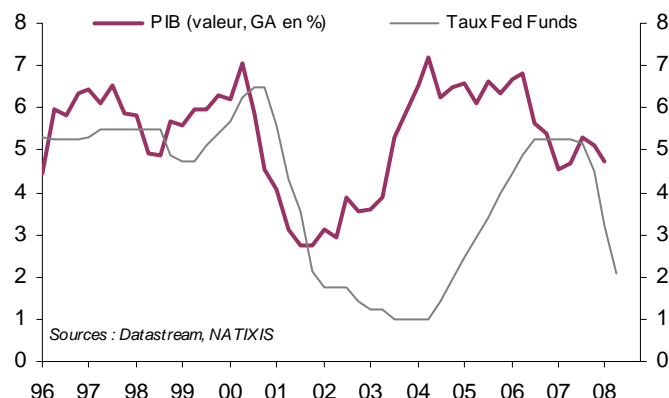


Graphique 2 b
Monde : ratio entre la base monétaire et le PIB
en valeur (en %)

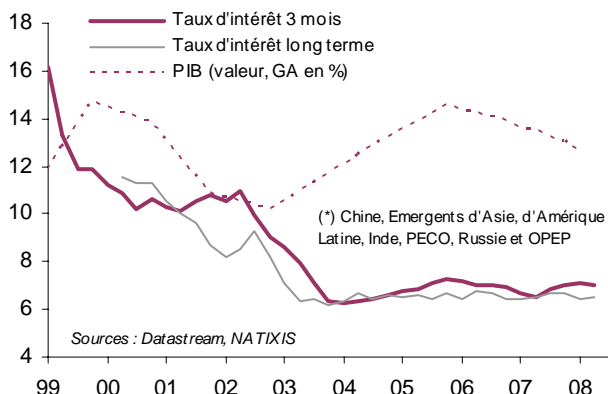


On sait que ce caractère expansionniste de la politique monétaire du Monde vient d'une part de la politique monétaire très stimulante menée aux États-Unis dans les périodes de ralentissement de l'activité, restrictive même quand la croissance est forte (ce que montre la hiérarchie entre taux d'intérêt et taux de croissance (**graphique 3**); mais d'autre part et surtout de la politique monétaire très expansionniste menée dans les pays émergents et exportateurs de matières premières (**graphique 4 a**), qui est le plus souvent le reflet de la forte accumulation de réserves de change dans ces pays (**graphique 4 b**) visant à empêcher l'appréciation de leurs devises.

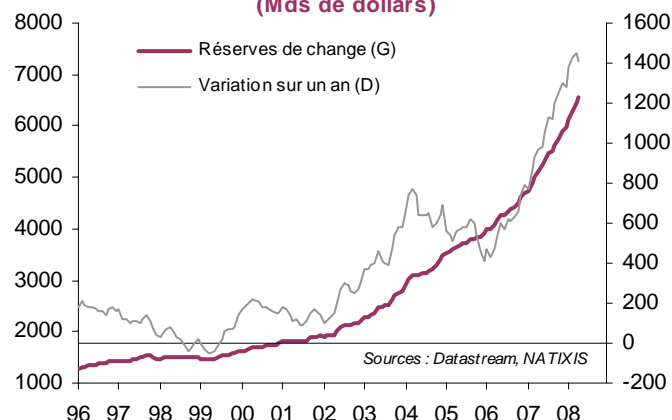
Graphique 3
États-Unis : taux directeur et croissance du PIB



Graphique 4 a
Ensemble des émergents* : taux d'intérêt et PIB



Graphique 4 b
Réserves de change mondiales (Mds de dollars)



Les caractéristiques de l'équilibre économique mondial

L'économie mondiale a trois caractéristiques importantes :

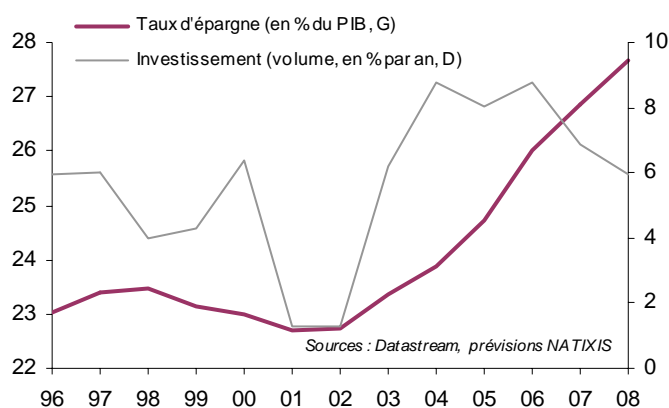
- son **taux d'épargne** (donc d'investissement) **est élevé** et en hausse (**graphique 5 a**), ce qui vient du transfert de revenu vers des pays (régions) à taux d'épargne élevé : pays émergents d'Asie, pays producteurs de pétrole (**graphique 5 b**) ;
- son **taux d'emploi est très faible** (**graphique 6 a**) ce qui vient essentiellement de l'existence du chômage déguisé très important dans les parties rurales des pays émergents ; le marché du travail est donc en situation de sous-emploi massif malgré les créations d'emplois (**graphique 6 b**) ;
- beaucoup **de matières premières deviennent rares**, la hausse du niveau de vie **tableau 1** ; dans les pays émergents et exportateurs de matières premières conduisant à une forte croissance de la demande de matières premières (**graphiques 7 a – b**).

Tableau 1
Consommation alimentaire par personne (calories/personne/jour)

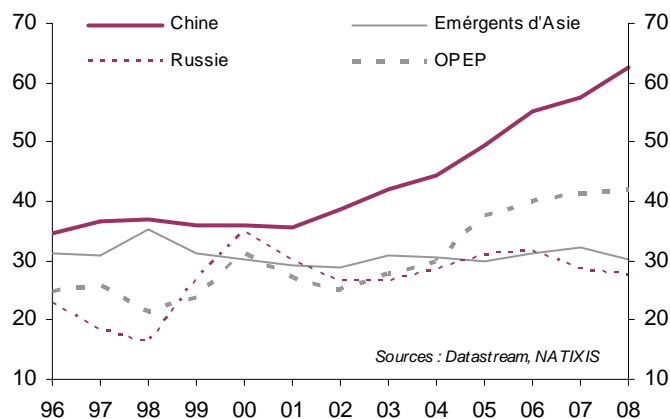
	Monde	Pays en développement	Afrique subsaharienne	Afrique subsaharienne, sauf Nigéria	Proche-Orient et Afrique du Nord	Amérique latine et Caraïbes	Asie du Sud	Asie de l'Est	Pays industrialisés	Pays en transition
1997-99	2 803	2 681	2 195	2 052	3 006	2 824	2 403	2 921	3 380	2 906
2015	2 940	2 850	2 360	2 230	3 090	2 980	2 700	3 060	3 440	3 060
2030	3 050	2 980	2 540	2 420	3 170	3 140	2 900	3 190	3 500	3 180

Sources : FAO, NATIXIS

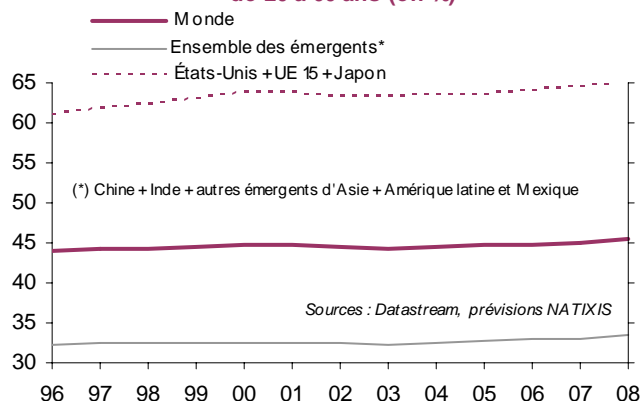
Graphique 5 a
Monde : taux d'épargne et investissement



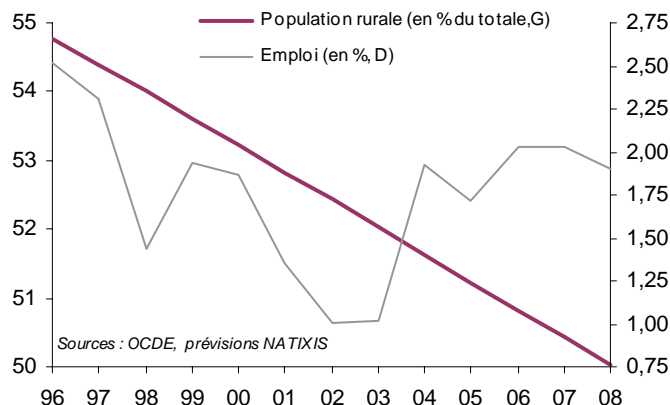
Graphique 5 b
Taux d'épargne de la nation (en % du PIB)



Graphique 6 a
Ratio de l'emploi sur la population de 20 à 60 ans (en %)

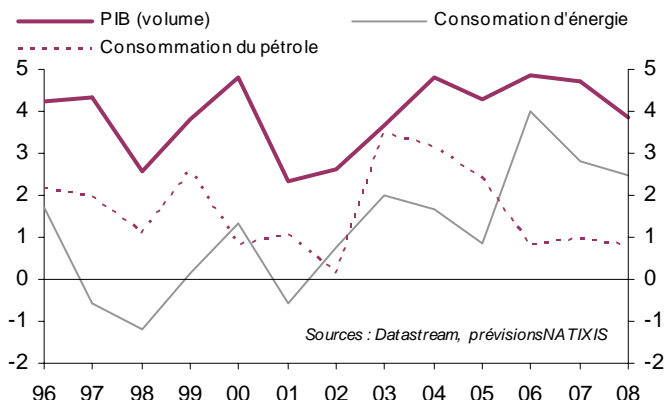


Graphique 6 b
Monde : emploi et population rurale



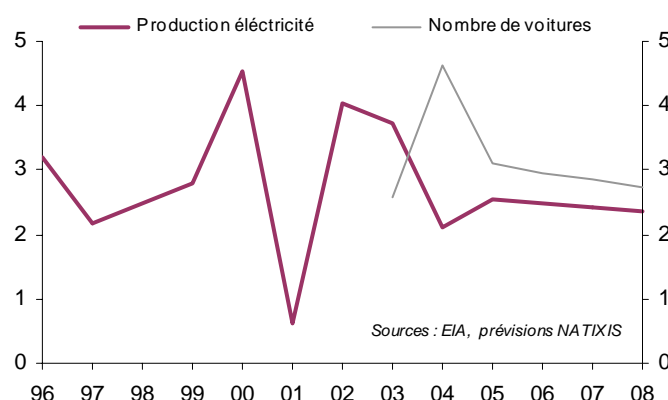
Graphique 7 a

Monde : croissance du PIB et consommations de matières premières (en %)



Graphique 7 b

Monde : production d'électricité et nombre de voitures en circulation (en % par an)



L'effet de la politique monétaire expansionniste sur l'économie mondiale

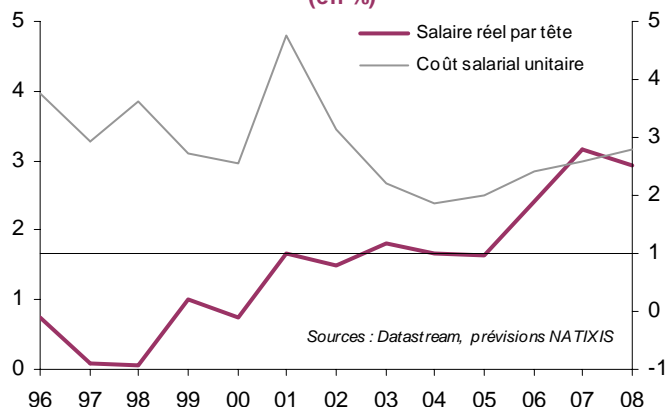
La politique monétaire du Monde, est on l'a vu, très expansionniste, et l'économie mondiale est caractérisée par le sous-emploi du travail, l'abondance des capacités de production, un niveau élevé d'épargne, la rareté des matières premières.

L'équilibre économique mondial a alors les caractéristiques attendues :

- croissance forte et créations d'emplois (graphiques 6 b – 7 a), avec le sous-emploi et l'expansion monétaire ;
- hausse modérée des salaires et inflation ne venant que des prix des matières premières (graphiques 8 a – b – c), avec le sous-emploi, l'excès de capacité et la forte demande de matières premières ;
- **croissance rapide du crédit (graphiques 9 a – b)**, qui finance aussi bien les achats d'actifs que les achats de biens, avec les taux d'intérêt nettement inférieurs au taux de croissance ;
- croissance rapide des prix des actifs, qui sont poussés à la hausse, les uns après les autres, par l'importance de la demande d'actifs due au bas niveau des taux d'intérêt et à l'abondance de liquidité et du crédit. On a donc vu successivement hausse forte des actions, puis de l'immobilier, puis des actions et des matières premières, **graphiques 10 et 8 c**.

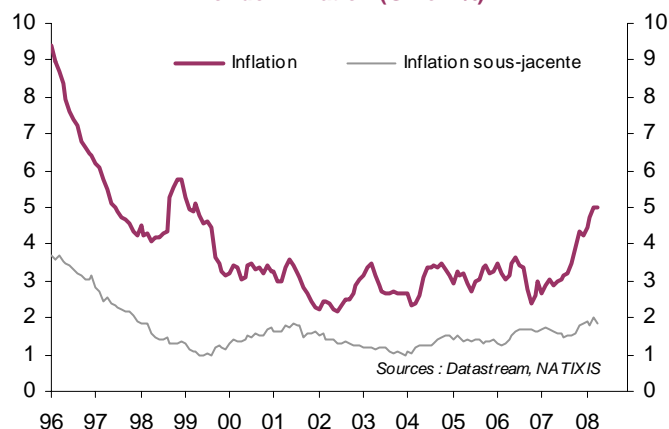
Graphique 8 a

Monde : salaire réel et coût salarial unitaire (en %)

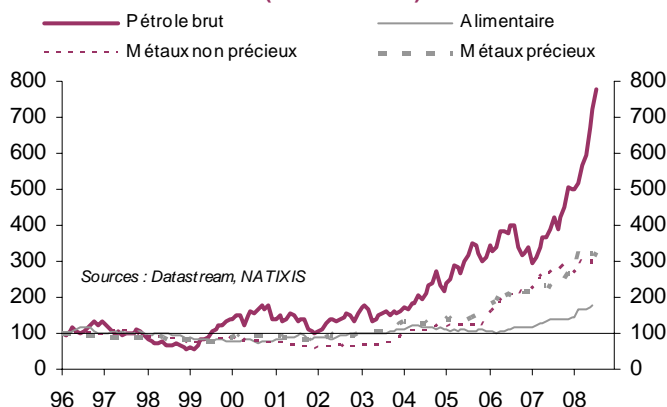


Graphique 8 b

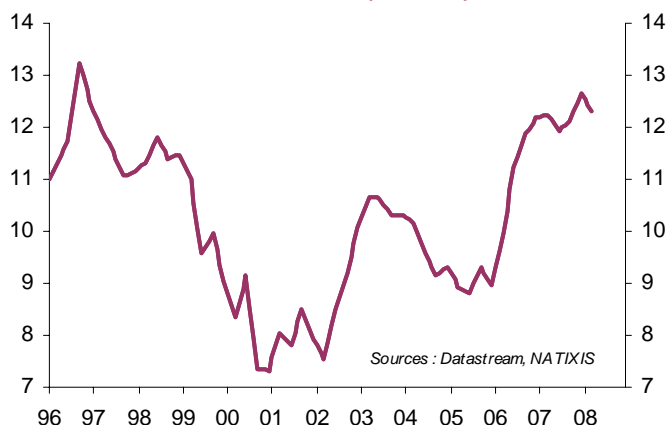
Monde : inflation (GA en %)



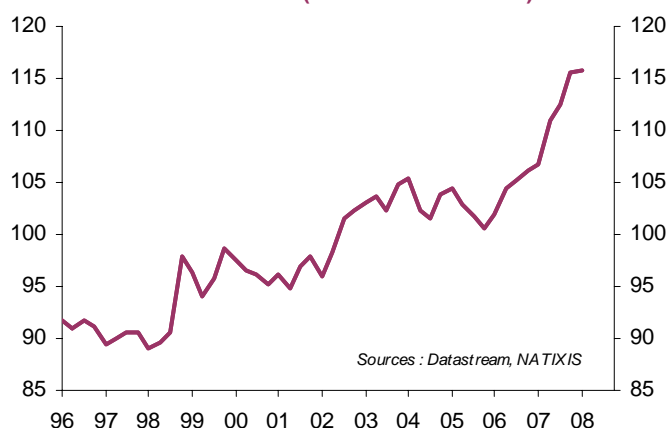
Graphique 8 c
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 1996:1)



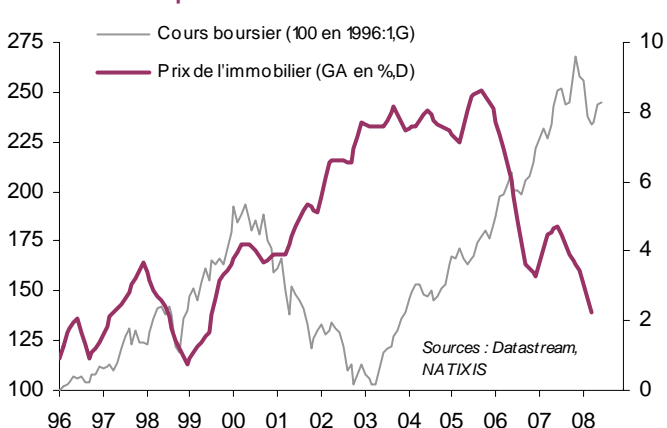
Graphique 9 a
Monde : crédit (GA en %)



Graphique 9 b
Monde : crédit (en % du PIB courant)



Graphique 10
Monde : prix de l'immobilier et cours boursier



Le caractère souhaitable d'une politique monétaire mondiale plus restrictive

Le caractère très expansionniste de la politique monétaire mondiale conduit à une croissance rapide de la liquidité, des taux d'endettement, et des bulles de prix des actifs à répétition ; dans la période récente, elle contribue à la hausse rapide des prix des matières premières et à l'inflation qui en résulte.

De nombreuses voix s'élèvent donc pour demander que les pays passent collectivement à une politique monétaire plus restrictive, pour éviter les crises de surendettement, liées à l'explosion des bulles, et l'inflation due aux prix des matières premières.

Il ne faut pas négliger les difficultés du passage à une politique monétaire mondiale plus restrictive. On a vu plus haut que l'expansion monétaire avait comme origine la réaction de la politique monétaire des États-Unis au ralentissement de la croissance et l'accumulation des réserves de change dans les pays émergents et exportateurs de matières premières. Le passage à une politique monétaire mondiale plus restrictive implique donc que les américains acceptent de laisser monter leur taux d'épargne et freiner leur demande intérieure ; que beaucoup de pays émergents et exportateurs de pétrole acceptent une appréciation de leur monnaie par rapport au dollar, puisqu'ils devraient accumuler moins de réserves.

Supposons cependant qu'une coordination mondiale des banques centrales soit mise en place pour que de expansionniste, la politique monétaire du Monde devienne neutre. Quels seraient les effets de ce changement sur l'économie « mondiale » ?

Un modèle économétrique simple de l'économie mondiale

Pour répondre à cette question, nous utilisons **un modèle économétrique très simple de l'économie mondiale**, qui explique la croissance, l'inflation, la croissance du crédit, les prix des matières premières (pétrole et hors pétrole).

Nous définissons **la politique monétaire mondiale neutre** comme une situation où le taux d'intérêt à court terme est égal au taux de croissance (mondiale) nominal.

Les résultats de l'estimation sont les suivants (sur 1995 – 2008 en données annuelles).

1 – Croissance du PIB en volume du Monde (PIB)

Elle dépend de l'écart croissance – taux d'intérêt à court terme (PIBTC), de la variation du déficit public (DDEF), du taux d'épargne du Monde (TXEP), des gains de productivité (PVT), de la croissance de la population urbaine (POP) :

$$\begin{aligned} \text{PIB} = & - 22,4 + 0,17 \text{ PIBTC} + 0,40 \text{ DDEF} + 0,47 \text{ TXEP} \\ & (2,4) \quad (2,3) \quad (2,5) \quad (2,9) \\ & + 0,46 \text{ PVT} + 6,54 \text{ POP} \\ & (2,9) \quad (2,4) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2 &= 0,98 \\ DW &= 2,79 \end{aligned}$$

Une hausse de un point de l'écart croissance – taux d'intérêt court terme réduit la croissance du Monde de 0,17 point par an.

2 – Inflation mondiale (CPI)

Elle dépend de la croissance du prix du pétrole (POIL) et de la croissance du crédit en valeur (CRED).

$$\text{CPI} = - 1,12 + 0,52 \text{ CPI}_{-1} + 0,008 \text{ POIL} + 0,25 \text{ CRED}$$

$$(0,8) \quad (2,0) \quad (2,4) \quad (2,6)$$

$$\begin{aligned} R^2 &= 0,76 \\ DW &= 2,63 \end{aligned}$$

3 – Croissance du crédit

La croissance du crédit en termes réels (CRED – CPI) dépend de celle de la base monétaire mondiale (en termes réels : BASE – CPI) et de celle du PIB en volume :

$$\text{CRED} - \text{CPI} = - 2,47 + 0,20 (\text{BASE} - \text{CPI}) + 0,61 \text{ PIB}$$

$$(1,3) \quad (3,0) \quad (2,6)$$

$$\begin{aligned} R^2 &= 0,67 \\ DW &= 2,12 \end{aligned}$$

4 – Croissance du prix du pétrole (POIL)

Elle dépend de la croissance du PIB mondial, du taux d'intérêt à court terme TC (substitution énergie / actifs financiers), de la croissance de la base monétaire en termes réels :

$$\text{POIL} = - 235,2 + 23,0 \text{ PIB} + 21,6 \text{ TC}_{-1} + 5,75 (\text{BASE} - \text{CPI})$$

$$(2,3) \quad (2,4) \quad (2,9) \quad (2,3)$$

$$\begin{aligned} R^2 &= 0,59 \\ DW &= 2,45 \end{aligned}$$

5 – Croissance du prix des matières premières hors pétrole (CRBH)

On obtient :

$$\text{CRBH} = - 24,6 + 4,8 \text{ PIB} - 3,91 \text{ TC} + 3,00 \text{ CRED}$$

(2,2) (2,8) (4,5) (2,9)

$$R^2 = 0,84$$

$$\text{DW} = 2,06$$

Le taux d'intérêt TC a ici un effet négatif sur le prix des matières premières hors pétrole.

6 – Effets de la base monétaire sur les taux d'intérêt

Une croissance rapide de la base monétaire réel (BASE – CPI)

- réduit le taux d'intérêt à court terme

$$\text{TC} = 6,93 - 0,23 (\text{BASE} - \text{CPI})$$

(11,8) (3,4)

$$R^2 = 0,59$$

$$\text{DW} = 1,22$$

- accroît l'écart croissance – taux d'intérêt

$$\text{PIBTC} = - 0,10 + 0,33 (\text{BASE} - \text{CPI})$$

(0,1) (3,7)

$$R^2 = 0,56$$

$$\text{DW} = 1,33$$

Le graphique 1 montre qu'il faudrait aujourd'hui, pour que la politique monétaire du Monde soit neutre, que l'écart croissance – taux d'intérêt à court terme soit réduit de 220 points de base (2,2 %).

Ceci imposerait un freinage de 6,6 points par an de la croissance de la base monétaire réelle (graphique 2). Ceci accroîtrait le taux court nominal de 150 points de base.

La croissance du PIB mondial en volume serait réduite de 0,4 point de par an ; celle du prix du pétrole serait réduite de 7 points par an ; celle du prix des matières premières hors pétrole de 8 points par an. L'inflation, à long terme,, serait réduite de 2,1 points par an ; celle du crédit réel de 1,5 point par an.

On obtiendrait donc un effet substantiel sur l'inflation (- 2,1 points) avec une perte réduite de croissance (0,4 point).

Sytnhèse : l'économie mondiale irait-elle mieux si la politique monétaire du Monde était neutre ?

La politique monétaire du Monde est très expansionniste, en raison du comportement de la Réserve Fédérale, et de la grande majorité des pays émergents et exportateurs de matières premières.

Compte tenu des caractéristiques de l'économie mondiale (sous-emploi, niveau élevé d'investissement, rareté croissante des matières premières), la politique monétaire expansionniste du Monde a des effets indésirables : excès d'endettement, bulles sur les prix des actifs, inflation due aux prix des matières premières. Supposons, ce qui est peu probable, qu'il apparaisse **une coordination des banques centrales pour passer à une politique monétaire neutre**, caractérisée par des taux d'intérêt à court terme égaux au taux de croissance nominale.

Nous avons construit un modèle économétrique simple pour savoir ce que serait l'évolution, par rapport à celui observé aujourd'hui, de l'équilibre économique mondial.

En freinant de 6,6 points par an la croissance de la base monétaire réelle (8,7 points celle de base monétaire nominale), d'où une hausse de 220 points de base du taux court nominal mondial, on obtiendrait un gain substantiel sur l'inflation (- 2,1 points par an) au prix d'une perte modérée de croissance (- 0,4 point par an).

Les prix des matières premières augmenteraient de 8 % de moins chaque année. L'effet de cette politique monétaire mondiale plus restrictive serait donc bien bénéfique.