

Faits stylisés de la globalisation et de l'inflation mondiale

Président : Jean-Claude TRICHET, Président, Banque centrale européenne	33
Intervenant : Kenneth S. ROGOFF, Professeur, Université de Harvard « Globalisation et politique monétaire : vue d'ensemble, questions récentes »	35
Rapporteurs : Richard W. FISHER, Président et directeur général, Banque fédérale de réserve de Dallas	39
John LIPSKY, Premier directeur général adjoint, Fonds monétaire international	44
Philippe MARTIN, Professeur, Université de Paris I — Panthéon-Sorbonne	48

Jean-Claude TRICHET

Président

Banque centrale européenne

Je tiens tout d'abord à remercier les organisateurs de ce colloque international de la Banque de France de m'avoir invité à présider le panel sur les « Faits stylisés de la globalisation et de l'inflation mondiale ». C'est un grand plaisir pour moi de pouvoir participer à ce panel dans la mesure où les discussions relatives à la conduite de la politique monétaire dans une économie mondialisée sont partie intégrante de l'analyse et des études et recherches sur la politique monétaire menées à la BCE.

Nous avons la chance aujourd'hui d'accueillir parmi nous le professeur Kenneth Rogoff qui traitera de la mondialisation et de la politique monétaire en offrant une vue d'ensemble puis en examinant certaines questions apparues récemment. Kenneth Rogoff a effectué des recherches remarquables en macroéconomie internationale et en politique monétaire. Il est, par conséquent, l'intervenant idéal pour la présentation de ce matin. Kenneth Rogoff a débuté sa carrière à la Réserve fédérale américaine. Par la suite, chef économiste et directeur de recherche au FMI, il est désormais professeur à l'Université d'Harvard.

Richard Fisher sera le premier intervenant. Richard Fisher, représentant adjoint des États-Unis pour les questions commerciales entre 1997 et 2001, est désormais président de la Réserve fédérale de Dallas. Notre deuxième orateur sera John Lipsky, chef économiste et vice-président de *JP Morgan* avant de devenir premier directeur général adjoint du FMI. Le professeur Philippe Martin prendra ensuite la parole. Philippe Martin, dont les recherches en macroéconomie internationale ont été publiées dans un grand nombre de revues de renom, est professeur à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne et membre de l'Institut.

Je me réjouis d'écouter les interventions d'un panel aussi prestigieux dans le débat en cours, qui concerne les liens entre la mondialisation et l'inflation. Au cours des quinze dernières années, le monde a connu une réduction notable et continue du niveau de l'inflation, qui a coïncidé avec l'avènement de l'économie mondialisée. Il est, par conséquent, normal de se

demander si la mondialisation a constitué l'un des principaux facteurs de modération des prix. Avec le développement du commerce mondial, les pressions concurrentielles exercées par les pays à faibles coûts de production ont effectivement contribué à la maîtrise des prix et des salaires, notamment dans le secteur manufacturier. Les pressions en faveur de l'innovation ont aussi probablement stimulé la productivité, avec des effets bénéfiques sur l'inflation.

La question est donc de savoir si ces canaux ont effectivement engendré la récente modération des prix et, dans l'affirmative, s'ils sont susceptibles de conserver à l'avenir ce rôle stabilisateur. La flambée actuelle des cours des matières premières, y compris celle plus récente des produits alimentaires, qui s'explique notamment par l'incapacité de l'offre à répondre à la demande accrue en provenance des pays émergents, nous rappelle que la mondialisation peut également entraîner des risques à la hausse pour l'inflation mondiale. Par ailleurs, les événements mondiaux pourraient devenir un facteur important de hausse de l'inflation et affecter ainsi la conduite de la politique monétaire. Il se pourrait par exemple que le lien traditionnel entre l'inflation et les variables « nationales », notamment le niveau du chômage, soit devenu caduc dans un monde où les pays émergents en Asie et les anciens pays communistes offrent une quantité de main-d'œuvre considérable et à un faible coût.

S'il est encore difficile de tirer des conclusions définitives sur les effets généraux de la mondialisation, l'évolution la plus récente des prix à l'importation des produits manufacturés indique que la mondialisation continue d'exercer un effet modérateur sur la hausse des prix des produits manufacturés. Premièrement, la hausse des prix à l'importation des produits manufacturés hors zone euro, provenant des pays à faibles coûts de production, demeure inférieure à la hausse moyenne des prix à l'importation en provenance d'autres partenaires commerciaux de la zone euro. Deuxièmement, les niveaux des prix des importations en provenance des pays à faibles coûts de production demeurant nettement inférieurs à ceux des importations provenant des

pays à coûts élevés, l'ampleur et la persistance de l'effet modérateur sur les prix des biens importés dans la zone euro dépendent essentiellement de l'« effet-volume ». Bien que certains signes indiquent un affaiblissement de cet effet, la part des importations en provenance des pays à faibles coûts dans la zone euro n'a cessé d'augmenter.

Un grand nombre d'autres défis peuvent être mentionnés. La mondialisation est liée à d'éventuelles modifications significatives de l'offre et de la demande, dont il est difficile d'évaluer la part structurelle. La réalisation progressive de l'intégration financière mondiale a créé un ensemble de réseaux sophistiqués

qui crée une relation d'interdépendance entre les marchés, les catégories d'actifs et les établissements financiers à travers le monde. Au sein de l'Eurosystème, nous surveillons très attentivement la forte correction en cours des marchés observée depuis le milieu de l'année dernière, prenant en compte toutes les conséquences possibles, y compris pour l'inflation. À terme, il est possible que la mondialisation exerce sur l'inflation des incidences indirectes complexes qui aillent au-delà des liens traditionnels que je viens de mentionner.

Je me réjouis de connaître votre opinion sur toutes ces questions.

Globalisation et politique monétaire : vue d'ensemble, questions récentes

Kenneth S. ROGOFF

Professeur

Université de Harvard

Je tiens à remercier la Banque de France pour l'organisation de cette conférence, et le gouverneur pour son invitation. C'est un authentique privilège de participer à cette table ronde exceptionnelle avec le président de la Banque centrale européenne (BCE), Jean-Claude Trichet, John Lipsky, Richard Fisher et Philippe Martin.

Nous nous réunissons dans une période d'incertitude exceptionnelle et, si un débat sur la conjoncture s'impose, une conférence comme celle-ci est utile pour parler également des fondamentaux : quels sont les éléments qui sous-tendent la situation actuelle, quelle est notre trajectoire de long terme ?

Si vous le permettez, je vais vous citer mon poème favori qui me fait penser à la situation actuelle. Du poète américain Robert Frost, il est intitulé « Feu et glace » et sa teneur est à peu près la suivante :

*Ce monde, pour les uns, mourra brûlé,
Selon d'autres, gelé.
Ce que j'ai tâté du désir
Me fait dire : il sera brûlé ;
Mais s'il devait deux fois mourir,
Je sais ce que c'est que haïr.
Et je peux dire
Que pour détruire,
Le gel est fort aussi,
Et suffit.¹*

Si je devais décrire la conjoncture actuelle, je dirais que le Système fédéral de réserve s'inquiète du feu et la BCE de la glace.

Ce débat a pour thème la globalisation et l'inflation. Pendant la majeure partie des années quatre-vingt-dix et certainement la première partie des années deux-mille, il est indéniable que la globalisation a représenté une aide pour les banques centrales. Tout au plus, pouvons-nous nous interroger sur l'ampleur de cette aide. Si je devais souligner l'essentiel, le fait véritablement saillant, c'est

que la globalisation a favorisé l'augmentation de la croissance. Cependant, est-ce le fait de la globalisation ou de la technologie ou de l'interaction des deux ? C'est difficile à dire. La conjonction de ces deux facteurs a entraîné une plus forte croissance, ce qui a permis de faire accepter plus facilement au public une faible inflation. Les banquiers centraux et nous tous ici admettons que la banque centrale ne peut influencer la croissance à long terme. Mais une bonne partie du grand public et la plupart des hommes politiques ne le comprennent pas. Il est donc bien sûr plus aisé, lorsque la croissance suit un rythme soutenu, de maintenir un faible niveau d'inflation. Il existe aussi évidemment des canaux par lesquels la globalisation a eu une incidence sur l'inflation. Elle a réduit le pouvoir des monopoles dans de nombreux secteurs, ce qui exerce une action directe à la baisse des prix et influence également la transmission de l'inflation.

Il convient aussi de dire que, au moins dans les pays riches, la globalisation a affaibli le facteur travail. Incontestablement, la part du travail a diminué régulièrement dans le monde entier, même si l'ampleur du phénomène est difficile à mesurer. Parallèlement, la globalisation a probablement rendu les salaires plus flexibles et, l'absence de flexibilité des salaires étant l'un des principaux problèmes auxquels sont confrontées les autorités monétaires, cette nouvelle donne a sans doute également facilité l'acceptation d'un plus faible niveau d'inflation. Les baisses de salaires posent un problème politique important. Elles représentent une énorme redistribution des revenus. Je ne suis pas hostile aux questions liées à cette redistribution mais ici, je m'intéresse simplement à l'inflation de faible niveau. Il reste que la combinaison de tous ces éléments a contribué à rendre plus crédible l'inflation modérée. Sans entrer dans les détails, il existe un certain nombre d'arguments théoriques sous-jacents qui montrent que la mondialisation a œuvré en faveur de la crédibilité d'une faible inflation, et par conséquent de l'ancrage des anticipations d'inflation.

¹ Traduction effectuée par Jean Prévost

Venons-en à présent à la situation actuelle. Bien que la mondialisation ait été utile, nous sommes à un moment du cycle où, avec ou sans elle, mais peut-être intensifiées par le processus, des tensions inflationnistes sont manifestement à l'œuvre dans le monde entier. Il s'agit là du danger représenté par la glace. Les cours des matières premières et les prix des produits alimentaires sont les coupables désignés. Mais il existe également des tensions sur les prix en Asie, susceptibles d'entraîner de plus fortes répercussions sur les coûts, que les devises asiatiques s'apprécient ou non – cette question est l'une des plus controversées et des plus centrales posées aujourd'hui par la mondialisation financière. Sans aucun doute, l'une des causes à l'origine des tensions inflationnistes à l'échelle mondiale, sans viser quelque banque centrale que ce soit, mais en les considérant collectivement, réside dans le maintien des taux d'intérêt nominaux et réels à un bas niveau sur une longue période. C'est même une raison majeure de ces tensions.

L'idée selon laquelle les coupables ne sont autres que les cours des matières ou les prix des produits alimentaires est, à mon avis, erronée car nous observons cette situation dans le monde entier. Chacun en fait l'expérience. Si une région enregistrait une forte inflation en raison d'un choc affectant les termes de l'échange et une autre une faible inflation, ce serait différent, mais la reprise de l'inflation est généralisée. Dans le même temps, dans la plupart des pays, la croissance reste soutenue. Si la situation n'était pas globalement inflationniste, si l'inflation mondiale n'était pas équilibrée parce que certains prix affichent une tendance à la baisse plus prononcée qui n'annule pas la hausse des cours des matières premières, nous observerions une moindre croissance dans les secteurs dans lesquels les prix sont rigides. Mais ce n'est pas ce que nous constatons de manière générale. Il y a donc de bonnes raisons de croire que l'inflation mondiale, sans considération particulière de quelque pays ou région, résulte simplement du bas niveau des taux d'intérêt. À mon sens, c'est là que réside le fond du problème.

Il m'a été demandé de relater quelques événements relatifs à mondialisation. Le premier que je citerai, c'est que nous sommes déjà saturés de faits sur la mondialisation ! Aussi serai-je très bref sur ce sujet. Manifestement, la question numéro un est l'intégration de la Chine et de l'Inde et il y a beaucoup d'exagération autour de ce que cela signifie

exactement. Mon collègue, Richard Freeman, parle de trois milliards d'individus venus grossir la population active mondiale. Cela pourrait arriver, mais cette augmentation doit s'élever à plusieurs centaines de millions, et nous avons amélioré les communications et l'internet. Je pourrais citer un fait que vous connaissez sans doute, tiré d'un document de travail de Philip Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti, qui montre que la part des pays avancés dans les échanges transfrontières de biens s'est effectivement réduite. Mais parallèlement, la part de ces économies dans la détention d'actifs transfrontières a augmenté. Ainsi, bien que les pays riches aient progressivement perdu en importance dans le monde en termes d'échanges commerciaux, ce n'est pas le cas en termes de flux financiers. De nombreuses questions liées à la situation actuelle tournent autour de ce fait. Il est notamment intéressant de savoir comment évoluera la situation lorsque le compte de transactions courantes des États-Unis se rééquilibrera au détriment du compte courant européen. Je reviendrai sur ce point.

Le nouvel âge de la mondialisation n'a rien de nouveau et, avec tout le respect qui est dû à des livres merveilleux comme « La terre est plate » de Thomas Friedman, nous pouvons identifier de nombreuses périodes antérieures similaires caractérisées par de grandes inventions. Si nous avions eu le communisme et le socialisme dans les années soixante ou soixante-dix, je suis sûr que nous aurions connu une situation semblable à celle que nous vivons aujourd'hui.

Pour revenir au thème de l'utilité de la mondialisation pour les banques centrales, nous avons vécu jusqu'ici dans un monde réellement merveilleux marqué par une inflation modérée et une croissance stabilisée à un niveau élevé. Cette situation a été facilitée par un grand nombre de facteurs que les intervenants peuvent discuter, mais indéniablement par de meilleures politiques macroéconomiques et de bien meilleures politiques monétaires, et par des marchés de capitaux plus performants dans la plupart des cas ; sur ce dernier point, nous pourrions exprimer nos doutes ultérieurement. De très nombreux facteurs positifs ont joué et, grâce à eux et à une meilleure politique des banques centrales, nous avons observé un recul presque universel de l'inflation.

Récemment encore, pratiquement chaque banque centrale était satisfaite de sa politique et convaincue de disposer d'un excellent dispositif de réduction de l'inflation. Mais le fait est que le recul de l'inflation a

été un phénomène planétaire. Examinons le cas de la République du Congo qui détient toujours le record de l'inflation cumulée depuis 1970, ayant enregistré trois épisodes d'hyperinflation (le Zimbabwe est en passe de battre ce record). Ces dernières années, l'inflation s'y est inscrite au-dessous de 10 % et se situe aujourd'hui légèrement au-dessus de ce niveau. Le Brésil s'inquiète d'un taux d'inflation de 4,5 %, alors que ce pays a connu deux phases d'hyperinflation et se classe juste derrière le Congo en termes d'inflation accumulée à l'époque moderne. La désinflation a été un processus presque universel. En 1992, 44 pays enregistraient une inflation supérieure à 40 %, mais aujourd'hui, une telle situation est exceptionnelle. Néanmoins, l'inflation est actuellement nettement orientée à la hausse. Aux États-Unis, l'IPC a dépassé 4 % l'an dernier. La Chine devrait enregistrer une inflation supérieure à 5 % en 2008, et peut-être beaucoup plus élevée encore. Cela nous ramène à la question des matières premières et de la politique monétaire : le problème de l'inflation en Chine est-il celui de la rareté du porc ou de la trop grande quantité de monnaie ? Je pencherais plutôt pour la seconde proposition. Considérons à présent des pays comme l'Argentine (en faisant référence au véritable taux d'inflation et non pas à celui obtenu après avoir fait pression sur l'Institut national des statistiques), le Venezuela, le Vietnam, la Russie : nous voyons l'inflation s'accélérer partout. Le Zimbabwe est en train de battre le record des temps modernes, avec un taux de 66 000 % l'an dernier, bien qu'une de mes étudiantes ait rapporté qu'il n'y a aujourd'hui absolument rien à vendre dans les magasins. Elle se demande comment le gouvernement a mesuré ce taux, qui dans tous les cas semble devoir être très élevé.

Nous sommes sur le point d'assister à la première confrontation des nouveaux cadres de politique monétaire à des situations de crise. Pour ne citer que deux des risques actuels, il y a bien entendu le cas des États-Unis, qui sera amplement débattu. Mais je voudrais également évoquer le cas de la Chine, qui commence à rencontrer des problèmes avec son modèle actuel. Le plus immédiat est celui de l'inflation, mais ce pays est confronté à de nombreuses autres difficultés. On peut s'interroger sur la manière dont les autorités vont réagir et sur l'éventualité d'une montée de l'instabilité en Chine.

Le rééquilibrage du compte de transactions courantes des États-Unis est inévitable. Si beaucoup ont avancé que cette question n'est pas importante, elle n'en fait pas moins l'objet d'intenses débats universitaires.

Nous serons mieux à même de nous prononcer sur cet enjeu dans de nombreuses années. Pour ma part, je considère que le déficit du compte courant américain est au cœur d'un grand nombre des problèmes rencontrés aujourd'hui par les États-Unis, même s'il n'en constitue pas la cause principale.

Enfin, je dois faire un commentaire à propos du feu. Je me référerai à un document de travail que j'ai écrit avec Carmen Reinhart. Il fait partie d'un projet de livre que nous sommes sur le point d'achever et dont le titre est *This time different?*, qui se veut sarcastique et qui traite de l'histoire des crises financières internationales. On peut réellement se poser la question à propos de la crise des *subprime* aux États-Unis. La genèse de la crise et les indicateurs de la période qui l'a précédée présentent une grande ressemblance avec les prémices d'autres crises bancaires et financières, non seulement dans les pays en développement, mais également dans les pays riches et industrialisés du monde. Certains des indicateurs avancés étudiés dans cette littérature concernent les hausses des prix de l'immobilier et des cours boursiers, les entrées de capitaux et la hausse de l'endettement. Et même la courbe de croissance en V inversé (qui reflète le ralentissement de la croissance enregistré par les États-Unis) est tout à fait caractéristique de la phase qui a précédé les crises financières antérieures. En outre, la période de hausse des prix de l'immobilier aux États-Unis est typique des cinq crises postérieures à la deuxième guerre mondiale les plus graves, et des dix-neuf crises financières majeures ou de moyenne ampleur. Nous débattons plus tard du fait de savoir si le cas des États-Unis est différent, aussi permettez-moi de passer aux conclusions.

Beaucoup considèrent que la mondialisation ne modifie pas sensiblement les calculs sur lesquels s'appuie la politique monétaire. Michael Woodford a exposé récemment ce point de vue, avec lequel je suis en profond désaccord. Je pense que c'est faire fi des questions d'économie politique. Les pressions d'économie politique ont été masquées par la période de conjoncture favorable et par la croissance phénoménale que la technologie et la mondialisation nous ont apportée. Lorsque la mondialisation exerce des pressions à la baisse sur les coûts et à la hausse sur la croissance, il est beaucoup plus facile de conserver une politique monétaire stable. Au stade actuel, il est primordial que les banques centrales fassent savoir clairement qu'elles ne peuvent pas tout faire, qu'elles n'ont pas de pouvoirs magiques, qu'elles ne peuvent

pas toujours maintenir la production à un niveau élevé lorsqu'il faut faire face à des chocs extraordinaires comme il s'en produit sur les prix de l'immobilier aux États-Unis, en Grande-Bretagne et dans d'autres pays, sur la productivité et dans d'autres domaines.

Ce dont nous pourrions débattre au cours de la journée, c'est la question de savoir dans quelle mesure la mondialisation est déterminante pour la politique monétaire. Est-il vraiment certain, ainsi que certains banquiers centraux le soutiennent, que

nous n'aurons aucune difficulté à maintenir un faible niveau d'inflation alors que le cycle économique prend un tour défavorable, parce que nos institutions sont tellement solides ? Ou bien existe-t-il d'autres facteurs qui pourraient rendre cette tâche plus difficile ? Je vous présente mes excuses pour le côté quelque peu mélodramatique de mon poème sur le feu et la glace. Peut-être n'y a-t-il pour l'instant que de la fumée et du givre. Mais ce poème traduit certainement le dilemme auquel sont actuellement confrontées les banques centrales.

Richard W. FISHER*Président et directeur général**Banque fédérale de réserve de Dallas*

Permettez-moi tout d'abord de remercier le gouverneur Noyer de son invitation à participer à cette conférence, dont le sujet, qui ne saurait être mieux choisi, me tient particulièrement à cœur. Quand j'ai pris les fonctions de président de la Banque fédérale de réserve de Dallas il y a trois ans, j'ai clairement précisé que je souhaitais axer tout particulièrement nos travaux de recherche pour les années à venir sur les implications de la mondialisation pour la conduite de la politique monétaire aux États-Unis. À cette fin, nous avons créé un Institut de la mondialisation et de la politique monétaire (*Globalisation and Monetary Policy Institute*) réunissant un conseil consultatif de premier plan, dont Ken Rogoff est membre.

Je commencerai par poser une question de pure rhétorique. Pour un pays comme les États-Unis, ou même pour la zone euro, le cadre de réflexion par défaut sur la politique monétaire doit-il être celui d'une économie ouverte avec libre circulation des capitaux à travers les frontières nationales, où les biens et services proviennent des fournisseurs mondiaux les moins chers, où les mouvements de taux dans un pays exercent une incidence sur un autre et où les taux de change reflètent les décisions de tarification et de production des entreprises? Ou bien pouvons-nous raisonner en termes d'économie fermée, dans laquelle l'investissement intérieur est financé par l'épargne intérieure, la consommation limitée à la production nationale, les taux d'intérêt déterminés dans le pays et les taux de change sans objet? Depuis la chute du mur de Berlin et l'arrivée au pouvoir de Deng Xiao Ping, nul ne se risquerait à témoigner de la validité de la seconde proposition. La mondialisation ne permet plus d'orienter la politique monétaire en faisant abstraction des flux commerciaux et des mouvements de capitaux, ou des liens invisibles mais néanmoins réels forgés entre les pays par les réseaux informatiques. Pourtant, le cadre de réflexion par défaut sur la politique monétaire demeure, me semble-t-il, celui d'un modèle d'économie fermée.

J'en viens à présent à l'intervention du professeur Rogoff. Après avoir passé en revue certains faits saillants relatifs à la mondialisation, il s'oriente vers une discussion sur la résilience apparente de l'économie mondiale globalisée et sur le fait qu'une meilleure politique monétaire permet d'assurer cette

résilience. Il poursuit avec un examen du rôle central que la Chine semble jouer dans la récente accélération de la mondialisation, évalue son incidence sur les prix mondiaux des matières premières avant de conclure par une discussion très intéressante sur la question de savoir si la récente crise des *subprime* est, dans le fond, si différente des précédentes crises bancaires.

La mondialisation a des significations différentes selon le point de vue où l'on se place. Le paysan chinois peut y voir une possibilité de sortir de la pauvreté et en espérer une amélioration progressive de son niveau de vie. Pour l'ouvrier américain ou français, elle peut signifier la menace des importations à bon marché et le risque d'une externalisation de son emploi. Aux yeux du défenseur de l'environnement, elle représente la destruction de l'atmosphère terrestre à mesure que les pays s'industrialisent et déversent des polluants dans l'atmosphère. Pour l'intellectuel public, elle est synonyme de perte d'identité nationale et d'américanisation de la culture. La mondialisation présente donc de multiples facettes, mais, en tant que dirigeant de banque centrale, c'est sa dimension économique qui m'intéresse le plus, à savoir le renforcement de l'intégration des économies nationales par le biais de l'accroissement des échanges de biens et services, de l'investissement, des mouvements de population et de la répartition des tâches. Tous ces facteurs facilitent et alimentent la diffusion des idées et des technologies qui sont un autre aspect essentiel de la mondialisation.

Toutefois, il est extraordinairement difficile de se faire une idée précise de la rapidité de ce processus. Comme le remarque Ken Rogoff, la polémique a fait rage autour du nombre de nouveaux travailleurs et consommateurs qui ont rejoint l'économie mondiale après la chute du communisme et l'ouverture de la Chine, de l'Inde et d'autres économies. Certes, les chiffres bruts en termes de population sont gigantesques, il s'agit de milliards, mais la question de savoir dans quelle mesure les travailleurs de ces pays peuvent effectivement se substituer à ceux des économies avancées reste ouverte. C'est cette substituabilité qui détermine si l'émergence de cette nouvelle main-d'œuvre exercera une incidence sur les salaires des travailleurs des économies avancées. Il semblerait que le nombre

de travailleurs de pays comme la Chine et l'Inde qui disposent de compétences comparables à celles de leurs homologues des États-Unis, d'Europe et d'autres nations avancées ne représente qu'un faible sous-ensemble des chiffres qui font les gros titres. N'oublions pas que le revenu nominal par tête du citoyen chinois moyen est, en termes réels, à peu près équivalent à celui d'un travailleur américain du début du siècle dernier. Pourtant, les travailleurs des pays émergents qui disposent des qualifications exigées par une économie moderne ont vu leurs salaires se rapprocher rapidement des niveaux pratiqués dans les économies avancées. Ainsi, selon de nombreuses sources, les rémunérations des programmeurs de haut niveau à Bombay convergent rapidement vers celles de leurs pairs de la Silicon Valley. De même, les gestionnaires chinois embauchés dans des entreprises occidentales bénéficient de rapides hausses de salaires. Le *Financial Times* n'a-t-il pas récemment évoqué le versement de primes s'élevant à des millions de dollars à certains cadres chinois dans le secteur financier ? Toutefois, la grande majorité des nouveaux travailleurs de l'économie mondiale n'ont guère plus à offrir que leur force de travail brute et leur désir d'améliorer leurs qualifications.

Les améliorations technologiques et les changements de politique ont constitué d'importants moteurs de la mondialisation. La révolution des technologies de l'information a joué un rôle clé dans la suppression des barrières entre les biens et services qui étaient jusqu'à présent considérés comme échangeables hors frontières et ceux qui ne l'étaient pas. Longtemps considérés comme intrinsèquement non exportables, les services font de plus en plus l'objet d'échanges internationaux. Au total, les États-Unis exportent beaucoup plus de services qu'ils n'en importent, et pour maintenir la compétitivité de leur économie, il leur faut remonter la chaîne de création de la valeur ajoutée en s'orientant vers des secteurs davantage axés sur les services.

À certains égards, le processus de mondialisation financière s'est déroulé encore plus rapidement que celui de la mondialisation de l'économie « réelle » fondée sur les flux commerciaux. En un sens, cela n'est pas surprenant. Comme l'a indiqué Ken Rogoff, les innovations en matière de technologie des transports, à l'instar du transport par conteneurs et par avions gros porteurs, ont contribué à réduire la distance géographique effective entre pays, facilitant les échanges de marchandises, mais la distance au

premier sens du terme demeure encore un élément important des échanges commerciaux. Toutefois, la révolution des technologies de l'information a effectivement supprimé la notion de distance géographique dans les transactions financières et dans un certain nombre de transactions relatives aux services. Les opérations financières peuvent être exécutées instantanément, à toute heure du jour, dans n'importe quel endroit du monde. Les illustrations de projets architecturaux peuvent être effectuées à des milliers de kilomètres de l'entreprise qui les commande. Les radiographies et les résultats des scanners effectués sur des patients à Dallas ou à Paris peuvent être analysés à Sydney ou à Delhi pendant que les médecins texans ou français dorment. Tant que la terre tourne sur son axe et que les connexions satellites et internet sont maintenues, dans un environnement mondialisé, ni la technologie ni la production de biens et services ne connaissent de trêve.

La mondialisation n'est pas un phénomène nouveau. Certaines des innovations techniques fondamentales qui la rendent aujourd'hui possible remontent à un demi-siècle, voire plus. Toutefois, il faut souligner que dans une large mesure, la mondialisation intervenue dans l'immédiat après-guerre nous a simplement ramenés à la situation qui prévalait à la veille de la première guerre mondiale. On sait que les flux commerciaux ont retrouvé leur niveau de 1913 au début des années soixante-dix, mais d'autres aspects essentiels de la mondialisation, les flux de capitaux et les mouvements migratoires, étaient encore inférieurs à leurs niveaux d'avant la première guerre mondiale. En effet, nous ne devons jamais perdre de vue le phénomène de repli sur soi observé dans l'entre-deux-guerres, qui nous rappelle que l'ordre économique international ne peut être considéré comme un fait acquis. Peu après la fin du premier conflit mondial, John Maynard Keynes parlait du caractère profondément « internationalisé » (selon sa propre expression) du monde en 1913. Il écrivait alors : « Un habitant de Londres pouvait, en dégustant son thé du matin, commander par téléphone les produits variés de la terre entière en telle quantité qu'il lui plaisait, et s'attendre à les voir bientôt déposés sur le pas de sa porte ; il pouvait, au même instant et par les mêmes moyens, risquer son bien en investissant dans les ressources naturelles et les nouvelles entreprises de n'importe quelle partie du monde, sans effort ni souci, obtenir sa part des résultats et des avantages espérés ; ou bien il pouvait décider de confier la sécurité de sa

fortune à la bonne foi des habitants de n'importe quelle ville de quelque importance, sur n'importe quel continent, que lui recommandaient sa fantaisie ou ses informations. Il pouvait disposer sur-le-champ, s'il le désirait, de moyens confortables et bon marché pour se rendre dans le pays ou la contrée de son choix, sans passeport ni aucune formalité ; il pouvait envoyer son domestique à la plus proche succursale d'une banque s'approvisionner en autant de métal précieux qu'il lui semblait approprié, puis se rendre alors dans un pays étranger sans rien connaître de sa religion, de sa langue ou de ses mœurs, en emportant sur lui des ressources en espèces, et il aurait été fort surpris et se serait considéré comme grandement offensé si on lui avait opposé la moindre difficulté. Mais, par-dessus tout, cet état de choses lui paraissait normal, indiscutable et permanent, sauf dans le sens d'une amélioration, et toute exception faite à ces règles aberrante, scandaleuse et injustifiée¹ ». Keynes a fait cette description plutôt bucolique de la mondialisation telle qu'elle était pratiquée autrefois dans *Les conséquences économiques de la paix*, paru en 1919. Il semble improbable que le concours de circonstances ayant présidé à l'effondrement de la mondialisation pendant l'entre-deux guerres puisse jamais se reproduire, mais de nouveaux défis du vingt-et-unième siècle pourraient tout aussi bien freiner les avancées de la mondialisation.

Considérer la mondialisation sur le très long terme à travers les siècles, et non au fil des décennies récentes, est également riche d'enseignements sur le rôle de l'étalon monétaire dans l'intégration économique internationale. Au dix-neuvième siècle, la stabilité nominale associée à l'étalon-or a fortement contribué à promouvoir la mondialisation. La transition vers une monnaie fiduciaire, « fondée sur la confiance », a créé des défis pour les banquiers centraux, mais au cours des dernières années ils ont acquis une meilleure compréhension de la façon de conduire la politique monétaire dans un système reposant sur la monnaie fiduciaire et ont bien réussi à assurer le maintien de la stabilité des prix. Comme l'a indiqué Ken Rogoff, on rencontre désormais beaucoup moins de situations de forte inflation, deux pays seulement enregistrant actuellement ce qui pourrait être considéré comme des inflations très élevées ou des hyperinflations. Ce renforcement de la stabilité nominale constitue un facteur essentiel sous-jacent à l'essor de la mondialisation au cours des quinze dernières années et demeure vital pour la poursuite de ce processus.

On peut toutefois s'interroger sur le degré de résilience des nouveaux cadres de la politique monétaire. L'adoption de cibles d'inflation formelles ou informelles constitue-t-elle la clé des succès des banques centrales au cours des dernières années, ou ces institutions ont-elles eu beaucoup de chance dans un contexte de forte croissance de la productivité ? L'amélioration de la politique monétaire a permis de renforcer la mondialisation et d'accélérer la croissance de la productivité, mais ces deux facteurs ont également facilité la tâche des banquiers centraux. La dégradation récente de la situation, les vents favorables liés aux nouveaux travailleurs venus renforcer le côté « production » du PIB mondial s'étant mués en vents contraires de demande de ressources rares, constituera une mise à l'épreuve sans précédent du nouveau cadre de politique monétaire.

Aucun débat sur la mondialisation ne serait complet sans mentionner l'extraordinaire croissance de la Chine au cours de la dernière décennie. Les chiffres bruts sont prodigieux, qu'il s'agisse de la rapide urbanisation de sa population, de l'extraordinaire progression de la production année après année, ou de la voracité de sa demande de matières premières à mesure qu'elle devient l'usine du monde. Ken Rogoff s'est interrogé sur ce qu'il adviendrait de l'environnement favorable d'inflation et de productivité si des crises internes de la société chinoise devaient inciter les autorités à ralentir le rythme des récentes réformes du marché ou même à en annuler certaines. Les autorités chinoises doivent de toute évidence relever un défi gargantuesque pour gérer la transition vers l'économie de marché.

Les tensions récentes ont entraîné une accélération de l'inflation alors que la capacité des autorités à maîtriser ce phénomène est manifestement entravée par le régime de taux de change. Une flexibilité accrue du taux de change renforcera la capacité de la Banque populaire de Chine d'assurer la stabilité des prix, qui constitue la meilleure contribution de toute banque centrale à l'amélioration du niveau de vie à long terme.

La mondialisation influe sur l'inflation, mais pas de la manière souvent suggérée dans les médias. L'erreur la plus répandue est, bien entendu, celle qui consiste à confondre les prix relatifs avec la variation du niveau des prix, l'idée selon laquelle un afflux d'importations à bon marché en provenance de Chine doit nécessairement abaisser le niveau des prix et le taux

1 Traduction de David Todd (2002)

d'inflation. Les voies par lesquelles la mondialisation affecte l'inflation sont beaucoup plus subtiles, et pas nécessairement favorables. De plus, à mon sens, les différentes dimensions de la mondialisation affectent très diversement la dynamique de l'inflation.

Commençons par les échanges commerciaux. La disponibilité des importations à bon marché en provenance de Chine, notamment, exerce une incidence directe et indirecte sur les prix intérieurs et l'inflation. De nombreux travaux ont été effectués ces dernières années en vue d'établir l'ampleur de cet effet. Les estimations varient, mais leur ordre de grandeur est généralement élevé. Toutefois, le mécanisme par lequel interviennent les variations de prix est subtil. Il existe certes un effet direct *via* la disponibilité d'importations à meilleur marché : quand elles constituent des intrants dans le processus de production, nous savons qu'elles abaissent directement les prix intérieurs. L'effet-prix n'est pas simplement relatif, il est absolu. Mais il sera annulé dans une certaine mesure parce que les consommateurs vont utiliser leur pouvoir d'achat supplémentaire pour acquérir davantage d'autres produits, créant des tensions sur leurs prix. La menace de la concurrence exerce également un effet sur les décisions des entreprises domestiques en matière de tarification, à la fois pour les entreprises qui fabriquent des produits qui sont de proches substituts des biens importés et pour les entreprises qui utilisent ces importations à titre de consommations intermédiaires. Les importations à bas prix exerceront aussi une incidence sur les revendications salariales des travailleurs qui consomment ces biens. Bien entendu, l'effet n'est pas à sens unique, comme l'a indiqué Ken Rogoff. La rapide croissance de la production dans les pays à bas salaires présente l'inconvénient de créer des tensions sur les prix mondiaux des matières premières. L'accélération de la croissance des revenus influe fortement sur les prix mondiaux des produits alimentaires, même si leur récent renchérissement a résulté en partie de mesures de politique économique encourageant la production de biocarburants et d'évolutions du côté de l'offre.

La forte demande des économies de marché émergentes pour des matières premières qu'elles utilisent de façon relativement inefficace a propulsé les prix des produits de base industriels à des niveaux record. Le fait que ces hausses aient été durables et ne se soient pas rapidement inversées a remis en question les mesures traditionnelles de l'inflation sous-jacente et créé des

difficultés croissantes aux banques centrales pour établir une distinction entre « bruit » et « signal » dans les données relatives à l'inflation. La Banque fédérale de réserve de Dallas ne prend pas uniquement en considération l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix de l'alimentation et de l'énergie, mais aussi une moyenne tronquée qui, selon nous, permet de mieux cerner l'orientation des tendances. Cette amélioration de l'indicateur traditionnel présente aussi des lacunes, et il est probable qu'à long terme, la stabilité des prix la plus pertinente pour les personnes qui paient nos salaires, qui sont également consommatrices de produits alimentaires et d'essence, est celle d'un indicateur global des prix.

La mondialisation des marchés du travail agit également sur la dynamique de l'inflation. L'une des différences essentielles entre la période actuelle de mondialisation et celle qui a précédé la première guerre mondiale réside dans les restrictions plus strictes appliquées aux flux internationaux de main-d'œuvre. Nous n'observons pas les mêmes mouvements migratoires massifs qui avaient caractérisé la fin du dix-neuvième et le début du vingtième siècle ; les pays étant plus nombreux à fournir des dispositifs de protection sociale et compte tenu de l'équivalent d'une « immigration virtuelle » par internet, il est peu probable que nous puissions encore assister à de telles migrations de masse. Néanmoins, dans certains pays, les récents mouvements de travailleurs ont été suffisamment importants pour affecter les prix. Le récent élargissement de l'Union européenne et la libre circulation des travailleurs ont nettement influé sur la dynamique des salaires et des prix en Europe. Il est trop tôt pour savoir s'il s'agit d'un effet ponctuel associé à une redistribution durable du travail des pays à bas salaires vers les pays à salaires élevés ou d'une évolution à plus long terme, les travailleurs étant davantage disposés à la mobilité pour trouver un emploi en phase avec le cycle d'activité.

La troisième dimension de la mondialisation, celle des marchés financiers, influe également sur l'inflation, mais d'une manière fondamentalement différente des flux commerciaux et migratoires.

La mobilité accrue des capitaux internationaux semble exercer une discipline sur les responsables de la politique économique en rendant coûteux de s'engager dans des politiques budgétaires ou monétaires imprudentes. Là encore, la causalité est double. La mise en œuvre d'une politique

monétaire plus saine dans davantage de pays a incité les investisseurs à s'aventurer à l'étranger, mais la facilité avec laquelle le capital peut prendre la fuite fait également payer plus cher aux banques centrales toute déviation par rapport à la nouvelle orthodoxie de stabilité des prix.

La quatrième dimension est la moins bien comprise. Il s'agit de la répartition mondiale des tâches par le biais de canaux non traditionnels. Les États-Unis constituent une économie à forte valeur ajoutée, axée sur les services, qui représentent plus de 80 % du PIB. La croissance de cette branche d'activité, en particulier *via* les câbles en fibre optique et les connexions par satellite, pose d'importants problèmes de mesure. Quantifier son incidence est difficile. De plus, quelles conséquences l'augmentation des échanges de services utilisant des ressources de main-d'œuvre à bon marché dans le monde entier a-t-elle sur leur tarification, et partant, sur l'inflation ?

En conclusion, Ken Rogoff évoque le scepticisme de certains universitaires concernant les implications de la mondialisation pour la politique monétaire. Il cite à titre d'exemple représentatif un important article récent de Michael Woodford, à propos duquel je ferai deux remarques en guise de conclusion. Premièrement, je pense qu'il existe une certaine équivoque dans certains de nos débats relatifs à l'incidence de la mondialisation sur la politique monétaire. Je suis globalement d'accord avec Michael Woodford sur le fait que la mondialisation ne compromet pas la capacité du Système fédéral de réserve, ou de toute autre banque centrale, de contrôler l'inflation sur un

horizon temporel approprié, mais elle nous incite à une conduite plus prudente de la politique monétaire. Dans le monde actuel, où les investisseurs peuvent instantanément convertir leurs capitaux dans une autre devise pour éviter la dépréciation, le prix à payer pour une forte inflation est beaucoup plus élevé que dans le passé pour les dirigeants de banque centrale. C'est pour cette raison que je suis fermement attaché à la lutte contre l'inflation.

La mondialisation nous incite également à modifier notre interprétation de certains indicateurs qui ont traditionnellement joué un rôle si important dans les délibérations de politique monétaire. Elle justifie en effet l'examen d'un plus large éventail de données avant toute prise de décision dans ce domaine. Par exemple, il est sans doute plus utile de prendre en compte l'utilisation des capacités au niveau mondial pour une branche d'activité que des mesures équivalentes au niveau national. Par ailleurs, quels que soient les mérites de la démonstration de Michael Woodford, nous sommes encore loin de disposer d'un modèle consensuel du fonctionnement de l'économie domestique et internationale. Certes, des progrès considérables ont été réalisés lors des dernières décennies, pour une grande part grâce aux travaux d'universitaires comme Ken Rogoff et Michael Woodford, mais beaucoup reste à faire, et la Banque fédérale de réserve de Dallas y consacre des moyens importants. En cette période de rapides changements structurels, il est important d'avoir l'esprit ouvert et de remettre en question les hypothèses et les paradigmes établis, dans le cadre d'une démarche scientifique disciplinée et reposant sur les faits.

John LIPSKY

Premier directeur général adjoint

Fonds monétaire international

Je tiens tout d'abord à remercier la Banque de France d'avoir organisé ce colloque. C'est également un grand plaisir de commenter la présentation de Ken Rogoff. Dans son fameux discours de Jackson Hole en 2003, il a attiré l'attention sur les dimensions internationales de la désinflation mondiale des années quatre-vingt-dix et du début de cette décennie.

Les effets conjugués de la hausse des prix du pétrole, des matières premières et des produits alimentaires, parallèlement au ralentissement de la croissance mondiale, donnent à penser que les banques centrales vont devoir faire face à des défis plus complexes. Au cours de mon intervention, j'aborderai certains points fondamentaux évoqués par Ken Rogoff, avant de présenter quelques réflexions sur les perspectives d'évolution des prix des matières premières et sur l'inflation d'un point de vue global.

L'intervention de Ken Rogoff s'articule autour de trois points principaux.

- Premièrement, les deux caractéristiques majeures de la mondialisation qui nous intéressent aujourd'hui sont la révolution des technologies de l'information et de la communication et l'intégration de la Chine et de l'Inde (ainsi que des petits pays asiatiques) dans l'économie de marché mondiale. Je souhaiterais également insister, et pas seulement parce que nous nous trouvons en Europe, sur l'intégration rapide des marchés des ex-républiques de l'Union soviétique et des pays qui leur sont alliés. À l'évidence, comme le souligne Ken Rogoff, le décollage de l'industrialisation des pays en voie de développement et leur intégration dans le système des échanges internationaux se sont déjà produits dans le passé, mais peu de ces épisodes ont eu l'envergure de ceux qui ont été observés ces vingt dernières années. Leur incidence sur l'inflation est liée à la rapide progression de l'offre mondiale de biens manufacturés, notamment celle de biens durables. La baisse consécutive du prix relatif de ces biens, un choc de prix relatifs, a eu un effet désinflationniste important qui s'est exercé de manière directe par le biais des prix à l'importation et de manière indirecte *via* le renforcement des pressions concurrentielles sur les producteurs locaux, notamment aux États-Unis et dans d'autres économies avancées.

- Deuxièmement, comme le souligne Ken Rogoff, le système économique mondial a bénéficié de l'amélioration générale des politiques économiques, au niveau tant macroéconomique que microéconomique. Ces dernières années, la qualité du cadre de la politique macroéconomique dans les pays émergents s'est considérablement renforcée : je mentionnerai, à cet égard, le recours accru à une stratégie de ciblage d'inflation et à un cadre de politique monétaire appliquant une règle de type Taylor, ainsi qu'une plus grande flexibilité des taux de change. Parallèlement, la flexibilité de l'économie s'est accentuée, sous l'effet, d'une part, de la transition vers une économie de marché et, d'autre part, de réformes structurelles. En conséquence, dans un nombre croissant de pays, les anticipations d'inflation paraissent beaucoup plus fermement ancrées que précédemment.

- Sous l'incidence de ces facteurs, la productivité mondiale a progressé à un rythme impressionnant au cours de cette période, contribuant à porter la croissance mondiale durant les années 2003-2007 à un niveau supérieur à celui enregistré durant toute autre période de cinq ans depuis le début des années soixante-dix. Néanmoins, et nous traitons ici du troisième point principal de la présentation de Ken Rogoff, la forte croissance de la productivité pourrait avoir donné l'illusion d'un cadre général macroéconomique plus solide qu'en réalité. En dépit de l'amélioration de ce cadre, les évolutions récentes ont montré la persistance d'importantes faiblesses et fragilités, notamment la croissance explosive des mouvements de capitaux transfrontières et la persistance des déséquilibres en termes de renforcement de la demande intérieure entre les principales économies. Ces deux facteurs soulèvent des questions de soutenabilité.

Les travaux de Ken Rogoff recourent les recherches actuelles menées au FMI sur le rôle des facteurs mondiaux dans le processus d'inflation. Mais la manière dont le scénario évolue est frappante. Jusqu'à une période récente, il était généralement admis que la mondialisation apportait un soutien précieux aux banques centrales en maintenant les prix des importations à un bas niveau. Plus récemment, toutefois, l'attention s'est recentrée sur les tensions inflationnistes provenant de la hausse des cours

des matières premières, susceptibles de limiter la flexibilité de la politique monétaire au début d'une phase de ralentissement de l'activité mondiale. Cela nous rappelle que les effets de la mondialisation sur les tensions sur les prix peuvent agir dans les deux sens, les facteurs liés à la demande devant être pris en compte au même titre que ceux affectant l'offre.

Dans la publication la plus récente des *Perspectives de l'économie mondiale*, nous avons examiné ces deux forces. Il est apparu que les baisses des prix des importations hors combustibles n'ont exercé une forte incidence désinflationniste, économiquement significative, qu'au cours des périodes marquées par des capacités de production inutilisées au niveau mondial. Selon nos estimations, à l'époque de la crise financière asiatique, il y a dix ans, ces effets de « mondialisation » ont soustrait plus d'un point de pourcentage à l'inflation globale dans certaines économies avancées. Toutefois, en moyenne, les tensions d'offre désinflationnistes, mesurées par le recul tendanciel des prix relatifs des importations de biens hors combustibles, ont été très limitées.

Selon nos estimations, sur la période 1996-2005, les effets d'offre liés à la mondialisation ont réduit l'inflation de 0,25 point de pourcentage par an en moyenne dans les économies avancées. La faible ampleur de ces effets n'est pas surprenante ; après tout, les chocs sur les prix relatifs ne devraient pas exercer une forte incidence sur l'inflation moyenne.

Dans le contexte de la très forte croissance mondiale des dernières années et du resserrement présumé des marges de capacités inutilisées, le volet demande du processus de mondialisation est passé au premier plan des préoccupations. La hausse rapide des prix de matières premières et des biens intermédiaires a accentué les tensions inflationnistes depuis 2005. Ce phénomène n'est pas nouveau. La fin des périodes antérieures d'expansion mondiale prolongée a été marquée par un renchérissement généralisé des matières premières et par des tensions sur les prix, notamment en 1973 et, de nouveau, en 1999-2000. Cette fois, pourtant, il existe une différence de taille. Si de nombreux indicateurs font état d'un début de ralentissement de la croissance dans les économies avancées, les cours des matières premières continuent d'augmenter. Ce phénomène amène les responsables de la politique économique à s'interroger sur un éventuel découplage des prix des matières premières

et du cycle conjoncturel des économies avancées et sur les défis ainsi posés.

Ce découplage potentiel pourrait provenir de deux sources. Premièrement, si les économies émergentes résistent au ralentissement observé dans les principaux pays avancés et que leur demande continue d'augmenter, les marchés de matières premières pourraient demeurer dynamiques. Deuxièmement, la faible augmentation de l'offre pourrait maintenir les cours des produits de base à un niveau élevé ou croissant, même si la hausse de la demande se ralentissait parallèlement à la croissance mondiale.

Je commencerai par évoquer cette perspective en examinant si l'évolution des économies émergentes peut se découpler de celle des économies industrialisées. Ce point est fondamental, puisque les économies émergentes sont à l'origine de l'essentiel, voire de la totalité de l'augmentation de la demande des principales matières premières de ces dernières années. Leur rôle de plus en plus important reflète non seulement la rapidité de leur expansion mais aussi la forte intensité en matières premières de leur croissance. Pour chaque point de pourcentage de croissance des économies émergentes, leur demande de matières premières s'accroît d'un pourcentage plus élevé que dans le cas des économies avancées. Cela explique pourquoi les récentes informations sur la détérioration des perspectives dans les économies avancées ont eu moins d'incidence sur les prix des produits de base que l'on n'aurait pu s'y attendre. En effet, de nombreux indicateurs font toujours état de renforcements sensibles de la demande en provenance des économies émergentes.

Plusieurs facteurs contribuent au maintien de la dynamique de croissance des économies émergentes.

- Premièrement, ces économies ont été moins exposées que l'économie des États-Unis ou les économies d'Europe occidentale aux pertes directes liées aux turbulences sur les marchés de capitaux.
- Deuxièmement, la croissance de la demande intérieure, reflétant les gains de productivité de l'intégration commerciale et de l'industrialisation sur le long terme, est demeurée très soutenue.
- Troisièmement, leurs cadres de politique économique étant plus crédibles et leurs vulnérabilités moindres,

les économies émergentes semblent moins exposées à des coups d'arrêt brutaux des flux de capitaux que dans le passé, et certaines d'entre elles sont peut-être même en mesure d'appliquer des politiques macroéconomiques contracycliques.

Quoi qu'il en soit, ces pays seront affectés par un ralentissement, que nous pensons être significatif, de la croissance dans les économies avancées.

- Tout d'abord, les répercussions commerciales seront importantes. Les exportations nettes vers les économies avancées demeurent une source importante de croissance pour les pays émergents, même si les échanges entre ces pays progressent rapidement.

- Deuxièmement, les répercussions financières *via* les marchés des actions, des obligations, ou les marchés bancaires seront encore à l'œuvre, comme constaté sur les marchés boursiers des pays émergents ces dernières semaines. De plus, il existe des poches de vulnérabilité potentielle dans les pays ayant d'importants besoins de financement externe, en particulier dans les pays émergents d'Europe.

Au total, selon nos prévisions, la croissance dans les économies émergentes devrait se modérer en 2008-2009, tout en restant à un niveau élevé en comparaison historique. Quelles conclusions peut-on en tirer pour les cours des matières premières ? Sur la base de nos projections actuelles, les prix du combustible et hors combustible devraient légèrement fléchir au cours de cette période. En effet, alors que le ralentissement significatif de l'activité dans les pays industrialisés entraînera de nouvelles baisses de leur demande de matières premières, la demande des pays émergents continuera de croître à un rythme soutenu, compte tenu de la croissance prévue pour ces économies. Par conséquent, les tensions sur les marchés de nombreuses matières premières ne s'atténueront que modérément.

Cela nous amène à une deuxième question clé : les problèmes liés à l'offre pourraient-ils soutenir les prix des matières premières, même dans le contexte d'un fléchissement de la demande ? Sous l'effet de la croissance très rapide de la demande, les marchés de nombreuses matières premières ont été en proie à des pénuries chroniques de capacité, venues s'ajouter aux problèmes temporaires affectant habituellement

l'offre, qui vont des conditions météorologiques aux pannes d'installations. Pour certaines matières premières, les stocks se situent à leurs niveaux les plus faibles depuis de nombreuses années.

L'expansion des capacités de production sur les marchés pétroliers a été beaucoup plus lente que prévu. La montée des coûts et la géologie complexe de gisements non conventionnels ont retardé les projets, en particulier chez les producteurs non membres de l'OPEP. Parallèlement, les rendements de gisements importants ont diminué plus rapidement que prévu, en partie parce que des pics de production avaient déjà été atteints. Par conséquent, davantage d'investissements seront nécessaires simplement pour compenser la baisse de production des gisements existants. Les décisions de production de l'OPEP constituent encore un facteur supplémentaire de la demande qu'il convient de prendre en compte.

Dès lors, les problèmes liés à l'offre contribuent à expliquer pourquoi, à court terme, la baisse des prix des matières premières sera probablement limitée. Dans le même temps, ils créent des risques considérables à la hausse des prix, comme en a témoigné le rebond récent des prix des métaux associé aux problèmes de production en Chine.

L'évolution des prix des matières premières devrait finalement redevenir synchrone avec le cycle des économies avancées à mesure que la demande en provenance des pays émergents se modérera. Quoiqu'il en soit, la flambée actuelle des cours ne devrait pas se terminer par un retournement de tendance. Selon notre scénario de base, les tensions inflationnistes devraient s'atténuer progressivement au cours de l'année à venir, au moins celles qui sont liées aux matières premières.

Toutefois, il est trop tôt pour fermer les yeux sur les risques d'inflation, pour deux raisons.

- Premièrement, les effets de second tour sur l'inflation restent préoccupants. Ils sont particulièrement manifestes dans les pays émergents et en développement où la part des dépenses d'alimentation est élevée et où la crédibilité de la politique monétaire n'est pas encore fermement établie. Le renchérissement des produits alimentaires peut également avoir des répercussions sur l'inflation globale dans les économies avancées,

compte tenu de la forte ampleur des récentes hausses des prix et de la faible marge de main-d'œuvre inutilisée sur le marché du travail. De plus, si les anticipations d'inflation se détériorent sous l'effet des renchérissements à court terme, il sera plus difficile de restaurer une stabilité crédible des prix.

- Deuxièmement, les prix des matières premières sont à la fois volatils et difficiles à prévoir. Dans de nombreux cas, leur comportement est pratiquement aléatoire, en particulier sur des périodes de un à deux ans. Les marchés des matières premières étant de petite taille par rapport aux marchés de capitaux mondiaux, le renforcement récent des positions sur les matières premières peut avoir contribué à accentuer la volatilité des prix et, par moments, à la surréaction des cours, notamment en cas de bas niveau des stocks. Cela complique les prévisions d'inflation aux horizons de décision pertinents pour les banques centrales. Par conséquent, tabler sur une

détente rapide liée à la baisse des cours des matières premières pourrait s'avérer une stratégie risquée.

Notre principale préoccupation actuelle est de faire face aux conséquences macroéconomiques des turbulences financières. Parallèlement, il nous faut reconnaître que certains des bienfaits désinflationnistes de la mondialisation se sont dissipés et que la forte croissance des économies émergentes et le niveau élevé des cours des matières premières qu'elle entraîne peuvent créer au moins l'apparence temporaire d'un dilemme en matière d'inflation. Certes, nous ne pensons pas que les économies émergentes et développées puissent rester découplées sur une longue période, ni les cours des matières premières épargnés par un ralentissement généralisé de la croissance dans les économies avancées, mais nous devons garder à l'esprit les risques à court terme quand nous envisageons les réponses macroéconomiques aux problèmes financiers mondiaux.

Philippe MARTIN

Professeur

Université de Paris I – Panthéon-Sorbonne

Je souhaiterais remercier la Banque de France de m'avoir invité et offert l'opportunité de débattre sur le thème qui nous est proposé.

Selon Kenneth Rogoff, nous sommes saturés de faits relatifs à la globalisation. Je vais encore renforcer cet effet de saturation et évoquer, tout au moins pour commencer, deux faits stylisés concernant les échanges commerciaux, en allant au-delà de la croissance de ces échanges. Nous savons que les échanges commerciaux se sont développés, mais je voudrais évoquer un changement de grande ampleur qui est intervenu dans la composition du commerce international. Ce changement important s'est produit au profit des biens différenciés, qui se caractérisent généralement par une concurrence imparfaite ainsi que par des marges et des prix élevés. Dans le cas des États-Unis, par exemple, la part des importations de ce type de biens est passée de moins de 50 % à 75 % entre 1979 et 2000. Un phénomène identique s'est produit pour les exportations américaines (cf. tableau 1).

Il s'agit là d'un fait intéressant en lui-même concernant la nature ou les caractéristiques de la croissance des échanges commerciaux, qui a également des incidences sur la question de la relation entre globalisation et inflation. Il pourrait notamment contredire, selon moi, un argument régulièrement avancé selon lequel la globalisation a eu peu d'incidence sur la concurrence (et l'inflation), puisque les marges sur les biens échangeables n'ont pas diminué. Ma remarque est simple, il peut s'agir seulement d'un effet de composition : les biens à marge élevée font l'objet de davantage d'échanges.

L'autre fait stylisé que je souhaiterais évoquer est que la croissance des échanges commerciaux se produit en fait de deux manières. Les échanges peuvent progresser grâce à l'augmentation des ventes de biens existants,

c'est l'idée que nous nous faisons habituellement de la croissance des échanges commerciaux. Vous pouvez aussi avoir de la croissance parce que les produits échangés sont plus nombreux, parce que vous accédez à de nouveaux secteurs, parce que de nouvelles entreprises apparaissent sur le marché.

Le premier processus correspond à notre façon classique de concevoir la croissance des échanges commerciaux, qui est d'ailleurs celle que nous enseignons à nos étudiants. C'est ce que nous appelons la marge intensive du commerce, c'est-à-dire des ventes croissantes de biens existants. Les travaux universitaires récents parviennent au résultat surprenant selon lequel seulement un tiers de la croissance des échanges commerciaux provient de la marge intensive classique.

Le second cas, la marge extensive, c'est-à-dire le fait qu'il y ait de nouveaux biens, de nouvelles variétés de produits arrivant sur le marché, représente en fait la plus grande part de la croissance du commerce mondial.

Là encore, il s'agit d'un aspect intéressant de la globalisation, qui a des incidences sur l'ensemble de cette discussion, car il modifie notre scénario classique de la façon dont la mondialisation est susceptible d'affecter les prix relatifs. Et, une fois encore, le terme important, ici, est celui de « relatif ».

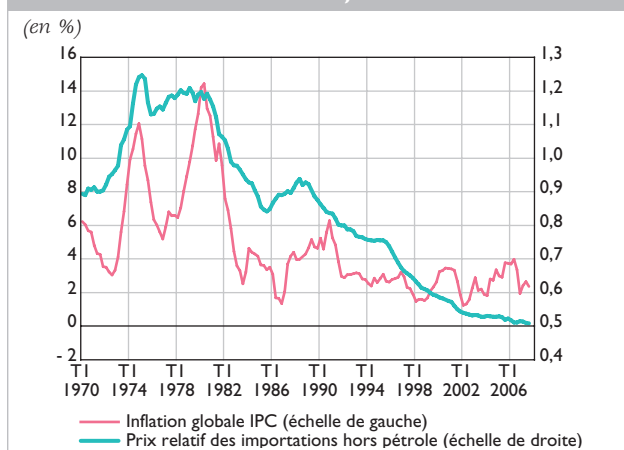
Le scénario classique est fondamentalement le suivant. Supposons une hausse de la productivité en Chine. Les coûts marginaux de production diminuent et, avec la baisse des prix des produits chinois, les exportations progressent. Cela signifie que les termes de l'échange s'améliorent pour les pays qui importent ces biens et que les prix de leurs importations baissent.

Or, si la Chine exporte non pas parce que les ventes d'un nombre donné de produits augmentent mais parce qu'elle exporte de nouveaux produits, cela modifie légèrement le scénario. Ce n'est plus exactement le scénario habituel. De fait, des études théoriques conduites avec mes collègues Giancarlo Corsetti et Paolo Pesenti montrent que dans ce cas, il n'y a pas ou peu d'effet, ou même un effet inverse au niveau des termes de l'échange. Si la Chine accroît ses exportations par le biais de cette marge extensive, nos termes de

Tableau 1 Évolution de la composition du commerce international au profit des biens différenciés (à marge élevée)

	1979	2000
En % des importations des États-Unis	47	75
En % des exportations des États-Unis	62	79

Graphique 1 Prix des importations et inflation aux États-Unis, 1970-2007



l'échange en tant que pays importateurs risquent de se détériorer et les prix des importations d'augmenter. Par conséquent, la mondialisation, si elle intervient sous la forme de la marge extensive, avec davantage de variétés de biens exportés, peut ne pas entraîner une déflation importée, comme dans le scénario classique.

Pouvons-nous donc dire que nous importons une faible inflation en provenance du reste du monde ? Il est certain que nous importons davantage de biens et de services des pays à bas coût et que les importations bon marché ont une incidence assez remarquable sur l'inflation. Le graphique 1 présente le prix relatif des importations hors pétrole pour les États-Unis sur très longue période, dont la baisse a été très significative. Manifestement, la courbe de l'inflation globale présente une certaine corrélation avec la précédente.

Il existe donc, une fois encore, une tendance à la baisse très marquée du niveau des prix relatifs des importations, le mot important ici étant « relatifs ». Les prix relatifs ne peuvent pas baisser éternellement et les prix des importations ont peut-être déjà atteint leur plancher. Ce point a déjà été évoqué ce matin, mais il doit être souligné.

La dernière question que je voudrais vous poser est la suivante : la mondialisation rend-elle la tâche des banques centrales plus aisée ? Je suppose que c'est une question qui intéresse nombre d'entre vous dans cette salle. On peut aussi la poser de la manière suivante : quelle est l'incidence de la mondialisation

sur le ratio de sacrifice ? Je rappellerai la définition du ratio de sacrifice, à savoir que pour réduire l'inflation de 1 %, nous devons accepter un taux de chômage supérieur à la moyenne, tout au moins pendant un temps et certainement pas de façon permanente. Ainsi, un ratio de sacrifice bas signifie que nous pouvons parvenir à la stabilité des prix sans sacrifice important pour l'économie réelle, tout au moins en termes de chômage élevé et d'écart de PIB négatif.

Comment la mondialisation affecte-t-elle le ratio de sacrifice ? Il est clair que lorsque le ratio de sacrifice est plus élevé, cela rend, politiquement, la tâche des banquiers centraux plus difficile. Deux effets compensateurs se manifestent. Une augmentation des échanges commerciaux accroît la concurrence et renforce la flexibilité de l'économie, un aspect que Kenneth Rogoff a déjà évoqué. Dans ce cas, le ratio de sacrifice est plus faible car un léger ralentissement conjoncturel a une incidence négative marquée sur les prix.

Il y a également un second effet. Une augmentation des échanges commerciaux accroît la part des importations, ainsi que la consommation et la production, ce qui rend l'inflation plus sensible à la production mondiale et moins sensible à l'activité domestique réelle. Cela entraîne une hausse du ratio de sacrifice. La mondialisation complique, dans un certain sens, la politique monétaire ou rend la tâche des banquiers centraux un peu plus difficile, tout au moins d'un point de vue politique, dans la mesure où il faut un ralentissement économique plus important et plus durable sur le plan intérieur pour faire baisser l'inflation.

Afin d'estimer le ratio de sacrifice, les économistes expriment l'inflation comme une fonction de l'écart de production intérieur et de très nombreux autres facteurs ; plusieurs études ont travaillé sur cette équation :

$$Infl_t = Const + \beta_1 Infl_{t-1} + \beta_2 \text{Écart de production intérieur}_{t-1} + \beta_3 \text{Autre}_{t-1} + \varepsilon_t$$

Dans cette équation, un coefficient élevé appliqué à l'écart de production signifie un ratio de sacrifice plus bas, car une légère diminution de l'écart de production intérieur entraîne une forte baisse de l'inflation. De ce point de vue, cela facilite le travail des banquiers centraux.

Permettez-moi simplement d'évoquer les dernières estimations relatives à ce ratio de sacrifice qui figurent dans une étude de Stefan Gerlach et Cédric Tille qui n'a pas encore été publiée (cf. tableau 2). Ils étudient dix-huit pays de l'OCDE et concluent que cette estimation s'est inscrite en recul, ce qui signifie, rappelez-vous, que le ratio de sacrifice a augmenté. Mais il existe également des éléments qui contredisent cette conclusion. Elle ne s'applique peut-être pas aux États-Unis. Mais à partir de ces estimations, et nous évoquerons cela plus en détails cet après-midi lorsque nous traiterons de la courbe de Phillips et de son aplatissement, il semble que le ratio de sacrifice ait augmenté au fil du temps, évolution qui peut être liée à la mondialisation.

**Tableau 2 Estimations récentes
du ratio de sacrifice au cours du temps**

	Valeur estimée de β_2	
	1985-1992	1993-2007
18 pays	0,27	0,09

En conclusion, je dirais donc que la globalisation modifie manifestement l'environnement dans lequel doivent opérer les banques centrales, mais je crains que rien ne prouve que cela rende le travail des banquiers centraux plus aisé, pas plus aujourd'hui que demain.