

Martin REDRADO

Gouverneur

Banque centrale de la République d'Argentine

La mondialisation s'est imposée comme une évolution naturelle de notre époque, qui a non seulement intégré davantage de pays dans le processus mais a également accru leur interdépendance réciproque. Tout laisse à penser que cette évolution n'est pas neutre pour les prix intérieurs. Il est par conséquent essentiel de répondre à la question suivante : dans quelle mesure la mondialisation affecte-t-elle les prix intérieurs et par quels canaux de transmission ? Cette session, à laquelle l'étude de Bill White a apporté une contribution très intéressante, vise à progresser sur certains aspects au moins de cette question.

Mes commentaires se divisent en trois parties : j'aimerais d'abord effectuer quelques remarques générales sur l'étude de M. White ; je ferai part ensuite de quelques commentaires de manière complémentaire et constructive et, avant de conclure, je m'attacherai aux perspectives d'inflation en tenant compte des turbulences actuelles sur les marchés de capitaux. Je mettrai tout particulièrement l'accent sur l'incidence de facteurs essentiels pour les économies émergentes, tels que la hausse des prix des produits alimentaires et des matières premières.

L'excellente étude de Bill White présente une vue d'ensemble détaillée des principales explications potentielles, pas nécessairement exclusives, de l'importante baisse de l'inflation à l'œuvre depuis vingt ans. Elle expose également les défis posés par ces tendances et par les évolutions récentes de l'économie mondiale aux responsables des politiques économiques. Comme il le souligne à juste titre, les facteurs intérieurs et mondiaux semblent s'être conjugués pour expliquer le ralentissement de l'inflation au niveau mondial.

Le message central de cette étude est que les différents mécanismes proposés pour expliquer l'incidence présumée de la mondialisation sur l'inflation domestique doivent être considérés comme fonctionnant conjointement au lieu d'être perçus comme des hypothèses concurrentes.

Nous pouvons difficilement contredire cette analyse. En fait, j'ai remarqué que la tendance, surtout dans ce genre de colloques, était d'essayer de trouver une explication prédominante unique pour chaque

phénomène économique étudié. Mais une telle approche ne serait pas efficace ici, en raison de la complexité du problème et du contexte historique particulier, qui rendent plus difficile la formulation d'une seule et unique explication. En fait, toutes les explications proposées sont plausibles, même si les preuves empiriques sont souvent mitigées.

Bill White passe en revue la littérature existante et souligne les limites que rencontre chaque hypothèse pour répondre aux « énigmes ». L'idée est la suivante : même si chacune de ces explications n'est pas satisfaisante à elle seule, leur agrégation s'ajuste aux faits et permet de résoudre toutes les énigmes.

C'est peut-être vrai, mais on se rend compte que cette explication « combinée » manque à l'évidence de données quantitatives pour l'étayer. Comme Bill White le fait justement remarquer, « la nature des chocs touchant l'économie mondiale s'est modifiée au fil du temps et, parmi les forces ayant une incidence sur l'inflation, certaines ont été plus importantes que d'autres à certains moments » : il est donc évidemment complexe de s'atteler à une modélisation de l'étude.

Peut-être, comme le dit Bill White dans l'introduction, la macroéconomie n'est-elle pas réellement une science, même si cela est discutable, car les sciences sont essentiellement considérées comme telles en raison de leurs modèles analytiques plutôt qu'en fonction de leur seule aptitude aux prévisions.

Il sera toutefois extrêmement intéressant, en se fondant sur la remarquable analyse de Bill White, de tenter de nouvelles recherches en vue de quantifier l'incidence de chaque facteur dans la baisse de l'inflation. Cela permettra d'apporter des éléments nouveaux qui renforceront les travaux de Bill White.

J'aimerais maintenant aborder certains points plus spécifiques relatifs à cette étude.

- L'auteur semble convenir que, pour évaluer le poids relatif des différentes explications, il est préférable de ne pas accorder trop de crédit aux mesures d'écart de production ou aux estimations de la courbe de Phillips (les écarts de production nationaux, et *a fortiori* mondiaux, sont difficiles à estimer et il

n'est pas évident qu'ils puissent être définis de façon pertinente). En fait, les résultats des travaux déjà effectués ne sont guère robustes, d'où la nécessité de tenter une approche différente.

Selon moi, la définition de l'écart de production peut varier lorsque l'on considère des économies qui sont normalement relativement proches de leur frontière de production. Les pays où des processus de restructuration sont en cours peuvent progresser à un niveau supérieur à la moyenne pendant quelques années. Ces processus sous-estimeraient la capacité productive et, par conséquent, la croissance de l'offre se produirait sans entraîner de surchauffe. Si nous ajoutons les économies d'échelle dans l'équation, il est vraisemblable que les prix n'augmenteront pas lorsque la production sera supérieure à son potentiel empirique (ou à son potentiel estimé par rapport à une tendance historique).

En outre, dans les pays émergents où existent des secteurs informels, il est déjà difficile de déterminer le niveau de production effectif, avant même de commencer à examiner la production potentielle. Je me souviens toujours des travaux provocateurs de Robert Hall (2005), qui considèrent que les responsables de la politique monétaire ne devraient accorder aucune attention aux valeurs neutres pour les variables réelles (comme l'écart de production). À mon avis, nous devons prendre en compte l'écart de production, mais pas le considérer comme la « bible ».

- Tout en soulignant la baisse du degré de transmission d'une dévaluation aux prix à la consommation dans les économies émergentes, Bill White constate qu'il est remarquable que l'inflation soit restée si modérée après les dévaluations brésilienne et argentine.

S'agissant de cette dernière, il convient de souligner que cela s'explique essentiellement par le chômage massif enregistré avant et pendant la crise, après trois ans et demi de baisse continue de la production. L'importance de l'offre de travail excédentaire constitue de loin le principal facteur expliquant la faiblesse des répercussions. Toutefois, au cours des douze mois suivants, l'inflation a dépassé 40 %, en raison essentiellement du réaligement des prix relatifs des biens négociables. Lorsque le chômage a commencé à se résorber, les tensions inflationnistes ont repris leur tendance haussière.

- Selon une hypothèse largement répandue, la baisse de l'inflation globale résulte de la diminution des prix importés ou de la hausse des importations de produits meilleur marché, en raison de la baisse des coûts de production découlant du renforcement de la concurrence dans un contexte de mondialisation des facteurs de production. Toutefois, cette explication essentiellement microéconomique d'un phénomène de nature macroéconomique est peu convaincante. Je la qualifierais, pour reprendre un terme créé par Cecchetti, de théorie « comptable » de l'inflation. Le problème provient du fait que les prix affectés par les échanges sont des prix « relatifs ». L'importation d'un produit étranger moins cher que le produit local entraîne une modification entre ce prix et les autres prix dans l'économie, tandis que l'inflation constitue en fait la variation agrégée de l'ensemble des prix nominaux. Il est donc fallacieux de confondre ces deux notions. Cela est plus compréhensible si l'on prend en compte le fait que, par définition, lorsque le prix relatif d'un certain bien diminue, il devrait y avoir une hausse du prix des autres biens auxquels il est comparé.

- L'auteur considère comme une « énigme » le fait que l'inflation ait diminué de façon si spectaculaire dans de nombreux pays dotés de cadres institutionnels très différents, de politiques monétaires différentes et, surtout, de régimes de change différents. Il souligne en particulier que, pendant une grande partie de la période sous revue, nombre de ces pays avaient des régimes de change fixes ¹.

Il semble toutefois exagéré de considérer cela comme une énigme. Selon moi, la baisse de l'inflation est la conséquence d'une gestion plus « responsable » des politiques budgétaire, monétaire et salariale, qui résulte peut-être d'une prise de conscience accrue des coûts de l'inflation. Ces politiques peuvent être mises en œuvre par des moyens divers et par le biais de dispositifs institutionnels différents. Il n'existe pas une façon unique et adaptée à tous les pays de mettre en œuvre une politique économique plus responsable.

Dans l'étude, le rôle joué par les politiques monétaire, budgétaire et salariale semble relativement sous-estimé. À mon avis, la contribution de politiques plus adaptées et plus saines est essentielle pour expliquer la tendance de l'inflation domestique à la fois dans les pays industriels et dans les économies émergentes au cours des vingt dernières années. La

1 En fait, on peut également considérer que ce phénomène aide à mieux comprendre pourquoi la baisse de l'inflation a été si généralisée. Les pays qui rattachent leur monnaie à une autre, en l'occurrence au dollar, n'ont pas de politique monétaire indépendante et emboîtent le pas au Système fédéral de réserve. Comme ce dernier a mené des politiques relativement prudentes sur une période de quarante ans, il est logique que tous les pays dont la monnaie était rattachée au dollar aient connu une inflation plus faible.

littérature empirique a fourni de nombreux éléments, notamment pour les États-Unis, tendant à prouver que les modifications des objectifs et de la mise en œuvre des politiques ont largement contribué au fléchissement de l'inflation depuis le milieu des années quatre-vingt.

Dans les pays en développement, où les déséquilibres budgétaires constituaient une source essentielle d'instabilité monétaire et d'inflation, l'amélioration des politiques fiscale et de dépenses publiques explique en grande partie la baisse de l'inflation depuis le début des années quatre-vingt-dix.

- Selon Bill White, il est également étrange que l'inflation soit restée aussi faible dans un contexte de politiques monétaires particulièrement accommodantes sur une période relativement longue. Il s'agit là d'une véritable énigme. Toutefois, en tenant compte de la tendance récente de certaines variables liées au coût d'opportunité de la détention d'espèces, ainsi que du niveau élevé de la croissance mondiale au cours des dernières années, on ne peut exclure que la demande de monnaie ait véritablement augmenté en termes réels. Il est toutefois difficile à l'heure actuelle de rassembler des données concluantes à cet égard et de nouvelles recherches devraient éclairer ce point.
- Bill White remarque que l'achat de couverture contre les faillites d'entreprises était peu coûteux jusqu'au déclenchement de la crise du mois d'août. Il compare le coût à mi-juillet 2007 avec ceux observés lors des récessions de 1981 et 1991. Toutefois, cette comparaison n'est pas tout à fait pertinente car la profondeur et la liquidité du marché des *swaps* sur défaut (*credit default swap* – CDS) étaient beaucoup plus importantes en 2007 qu'en 1981 et en 1991.
- Permettez-moi de souligner qu'il convient d'accorder un rôle plus important à l'intégration financière dans le débat relatif à la mondialisation et à l'inflation, notamment lors de l'évaluation de l'efficacité, de la crédibilité et de l'engagement de la politique monétaire des économies émergentes à stabiliser l'inflation et les anticipations d'inflation. Selon moi, la profondeur du système financier et son intégration au niveau international exercent un effet de discipline puissant sur la politique monétaire : en effet, elles modèrent les incitations à poursuivre des politiques expansionnistes car les capitaux étrangers se déplaceraient vers d'autres marchés bénéficiant de rendements plus prévisibles.

Le développement financier permet aussi aux agents de substituer des actifs en monnaie locale afin de se protéger contre l'inflation, limitant ainsi l'utilisation discrétionnaire de la politique monétaire. Par ailleurs, l'intégration financière permet de financer les déficits des transactions courantes, atténuant le lien entre production nationale et demande intérieure. Une hausse de la demande intérieure se traduirait ainsi par des importations plus importantes et pas nécessairement par une hausse des prix.

Selon moi, les mesures « de l'intégration financière » (comme la somme des actifs et passifs extérieurs/PIB) constituent de meilleurs indicateurs de la mondialisation en tant que « modérateur des prix » que les mesures de l'« économie réelle » (telles que le ratio échanges/PIB).

- Bill White mentionne la possible résurgence de l'inflation comme l'un des deux principaux risques qui s'annoncent (l'autre étant le dénouement des différents « déséquilibres »). Mais il n'examine pas un aspect très intéressant de cette évolution : la reprise récente de l'inflation au niveau international résulte, dans une large mesure, du processus de rattrapage engagé par des milliards d'habitants des pays en voie de développement pour se rapprocher des niveaux de consommation des pays développés, incluant des modifications des régimes alimentaires. Laissez-moi émettre l'hypothèse selon laquelle nous approchons de la vraie loi du prix unique, les pays développés convergeant du haut vers le bas et les pays émergents du bas vers le haut.
- L'insolvabilité qui est à l'origine de la crise actuelle (bien qu'elle se soit largement manifestée jusqu'à présent par un manque de liquidité) pourrait être source d'une tendance inflationniste et le dénouement des déséquilibres pourrait entraîner une hausse de l'inflation. Les décideurs n'ont peut-être jamais prêté attention à l'hypothèse selon laquelle la mondialisation pourrait réduire leur capacité (et donc leur motivation) à stimuler la production de façon temporaire. À l'évidence, ils ne semblent pas en tenir compte actuellement.
- Nous ne devons pas non plus oublier qu'une « insolvabilité » supplémentaire se profile à l'horizon : les engagements non financés des systèmes de protection sociale des pays développés. Il peut être tentant de se débarrasser de cette charge par l'inflation.

Il existe donc des raisons à court terme et à long terme d'anticiper un taux d'inflation plus élevé à l'avenir que lors de la période de « grande modération ».

J'aborde maintenant mes derniers commentaires.

S'agissant des prix des matières premières et de leur incidence sur l'inflation, la tendance haussière est largement imputable à ses fondamentaux, comprenant notamment la croissance vigoureuse des pays émergents au cours des dernières années, le développement des biocarburants et les changements structurels affectant l'alimentation du bétail.

Toutefois, les facteurs conjoncturels ont également une influence : il convient de mentionner les chocs d'offre imputables aux aléas climatiques et aux conflits géopolitiques, ainsi que le développement de la demande spéculative pour se protéger contre la dépréciation du dollar, les pertes sur actifs financiers et l'inflation.

À mon avis, les matières premières agricoles sont plus résistantes par rapport aux perspectives de récession grâce à leur élasticité-revenu plus faible et au caractère relativement solide des fondamentaux dans les économies émergentes, dont la demande a considérablement augmenté.

Les hausses des produits de base hors métaux atteignent 100 à 150 % depuis le début du siècle, avec une accélération en 2007-2008 qui entraîne des ratios stocks/consommation historiquement faibles.

En ce qui concerne le soja et le maïs, pour lesquels l'Argentine est un producteur d'envergure mondiale, la demande est constamment supérieure à l'offre en raison de la hausse de la demande alimentaire des pays émergents et de la demande croissante de biocarburants de la part des pays industriels. Bien que l'offre demeure à des niveaux historiquement élevés, elle ne peut répondre à la vigueur de la demande. À titre d'exemple, les stocks de maïs sont de 30 % inférieurs à la moyenne des dix dernières années. Les perspectives de volatilité financière continueront d'alimenter la demande spéculative de matières premières en tant que protection contre l'inflation. En outre, la continuité des politiques monétaires visant à réduire les taux de référence devrait encourager cette demande spéculative.

Comme le montre l'étude, les produits alimentaires et l'énergie ont eu une incidence sur l'accélération des prix à la consommation, notamment dans les pays émergents où l'alimentation occupe une place importante dans le panier des biens de consommation. Les prix des autres biens et services sont toutefois restés relativement maîtrisés. Dans la mesure où les facteurs structurels prédominent sur les facteurs temporaires, les prix des produits alimentaires et de l'énergie auront vraisemblablement des effets de second tour sur les autres biens et services par le biais des tensions sur les coûts. Tandis que l'inflation globale s'est accélérée fin 2007 en liaison étroite avec le comportement des indices de prix sous-jacents, ces effets de second tour ne se sont pas encore concrétisés.

Les prix des produits alimentaires peuvent éventuellement entraîner des revendications salariales qui, étant donné la rigidité de cette composante de la structure des coûts du secteur privé, provoqueraient de nouvelles hausses du niveau général des prix. Le risque est toutefois plus évident pour les pays émergents que pour les économies développées. Par exemple, le salaire moyen en Chine a augmenté de 26,9 % en rythme annuel au troisième trimestre 2007, augmentation largement au-dessus de la moyenne des cinq années précédentes (16,8 %) et bien supérieure à la hausse de l'indice des prix à la consommation. Il se pourrait donc bien que les pressions à la baisse des prix sur les biens de consommation en provenance de Chine touchent à leur fin.

En résumé, les responsables des banques centrales du monde entier doivent faire face à des dilemmes et à des défis de grande ampleur. En dépit des forces opposées s'exerçant sur les perspectives d'inflation, j'estime que le ralentissement de l'économie mondiale atténuera les tensions excessives sur la demande et qu'il contribuera dans le même temps à modérer très légèrement les hausses des prix des matières premières.

Toutefois, en raison des facteurs structurels caractérisant les industries agroalimentaires à l'échelle mondiale, je ne m'attends pas à ce que ce scénario varie de façon importante.

Les économies des pays émergents semblent mieux préparées à affronter ce nouveau scénario et la légère accélération des prix. Cela s'explique pour l'essentiel

par des politiques macroéconomiques saines et par un environnement international propice, les prix des matières premières devant connaître un long cycle favorable. Et, selon moi, les responsables des pays émergents sont bien préparés à faire face aux tensions sociales que pourrait entraîner la hausse des prix des matières premières.

En un mot, les défis posés par la mondialisation en raison de ses effets sur les prix intérieurs sont importants. Cependant, les responsables des différents pays semblent maintenant comprendre que les solutions varient selon les cas dans ce scénario complexe. C'est là une avancée bienvenue, notamment pour nous, responsables des pays émergents, car nous

devons opérer un rattrapage en termes de croissance et de stabilité macroéconomique, faire face aux tensions créées par la vigueur de l'activité et, par-dessus tout, mettre en place des institutions crédibles.

En fait, il s'agit d'un double défi qu'il convient de relever en une seule fois plutôt que de façon étalée dans le temps : nous devons simultanément assurer le développement de nos économies et construire des institutions solides. Pour mettre en œuvre efficacement ces politiques, la seule voie possible est de faire preuve de fermeté dans la mise en place de l'approche cohérente (par rapport à l'histoire et aux spécificités de chaque économie), flexible et progressive qui nous a guidés au cours des dernières années.

Bibliographie

Ball (L.) (2006)

“Has globalisation changed inflation?”, NBER, *document de travail* n° 12687, novembre

Fonds monétaire international (2005)

« Mondialisation et déséquilibres extérieurs », *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 3, avril

Fonds monétaire international (2006)

« Quelle influence la mondialisation a-t-elle eue sur l'inflation ? », *Perspectives de l'économie mondiale*, chapitre 3, avril

Hall (R.) (2005)

“Separating the business cycle from other economic fluctuations, in the Greenspan era: lessons for the future”, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 133-179, août

Ihrig (J.), Kamin (S. B.), Lindner (D.) et Marquez (J.) (2007)

“Some simple tests of the globalisation and inflation hypothesis”, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, *International Finance Discussion Papers* n° 891, avril

Kroszner (R. S.) (2007)

“Globalisation and capital markets: implications for inflation and the yield curve”, discours au Centre de stabilité financière, Buenos Aires, Argentine, mai

Wynne (M. A.) et Kersting (E. K.) (2007)

“Openness and inflation”, Banque fédérale de réserve de Dallas, *Staff papers* n° 2, avril

Janet L. YELLEN**Présidente et directrice générale**

Banque fédérale de réserve de San Francisco

Je souhaiterais remercier le gouverneur Noyer et la Banque de France pour l'organisation de cette conférence stimulante sur le thème *Globalisation, inflation et politique monétaire*. Dans un contexte où la vigueur de la croissance mondiale fait flamber les prix du pétrole, des produits alimentaires et des matières premières, les liens entre globalisation et inflation interne, l'un des thèmes de l'intéressante intervention de Bill White, sont au centre des préoccupations des autorités monétaires ces temps-ci. Je reviendrai sur ce point en conclusion.

L'étude de Bill White constitue une tentative ambitieuse pour identifier les principaux facteurs responsables du recul de l'inflation mondiale depuis les années soixante-dix et de son maintien à un faible niveau ces dernières années. Les faits stylisés relatifs à l'inflation décrits par Bill White sont frappants. Au cours des vingt-cinq dernières années, le niveau de l'inflation interne et sa volatilité ont fortement diminué dans le monde entier. Ce recul a débuté dans les pays industriels au début des années quatre-vingt, puis s'est poursuivi dans de nombreux pays en développement dans les années quatre-vingt-dix. En outre, le processus inflationniste a sensiblement évolué au cours de cette période. Les anticipations d'inflation se sont inscrites en baisse et sont mieux ancrées, les chocs sur l'inflation sont devenus moins persistants et ceux affectant les prix de l'énergie et des produits alimentaires ainsi que les taux de change ont eu moins de répercussions sur l'inflation globale.

Ces évolutions soulèvent deux questions fondamentales s'agissant des déterminants de l'inflation interne évoqués par Bill White. Premièrement, pourquoi l'inflation a-t-elle reculé dans de si nombreux pays dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix ? Deuxièmement, existe-t-il un facteur commun ou un ensemble de facteurs expliquant pourquoi l'inflation est restée faible dans ces pays ces dernières années, en dépit, selon Bill White, d'impulsions monétaires plus marquées ?

Bill White envisage quatre explications possibles, en estimant que chacune présente des défauts importants.

La première explication tient à « une politique plus efficace de la part des banques centrales ». Mais, d'après

Bill White, cela n'explique pas pourquoi l'inflation a diminué fortement dans des pays présentant des différences en termes de développement économique et financier, d'indépendance de la banque centrale et de régimes de change. Cela n'explique pas non plus pourquoi l'inflation est demeurée faible récemment, en dépit d'une politique monétaire accommodante.

La deuxième explication est la déréglementation au niveau national. Bill White fait valoir ici qu'il est peu probable que ce phénomène ait été d'une ampleur suffisante pour expliquer le phénomène de fort recul de l'inflation à l'échelle mondiale, notamment dans la mesure où l'ampleur de la déréglementation a varié selon les pays et a été nettement moins marquée dans les pays émergents.

Un excès d'épargne au niveau mondial ou, autrement dit, un « assèchement » de l'investissement mondial constitue la troisième explication. Il fait valoir que tout recul de la demande agrégée en résultant aurait dû entraîner un ralentissement non seulement de l'inflation, mais également de la croissance de la production, au lieu de la croissance soutenue observée dans le monde entier jusqu'à l'année dernière.

La quatrième explication a trait à la mondialisation. Selon Bill White, ce mouvement n'explique ni la baisse initiale marquée et subite de l'inflation au début des années quatre-vingt dans les pays industriels, ni le long délai écoulé avant que celle-ci ne commence à diminuer dans les économies émergentes.

Dans la mesure où aucune hypothèse unique n'explique de façon satisfaisante l'ensemble des « faits stylisés », Bill White plaide en faveur d'une approche globale demande agrégée/offre agrégée dans laquelle ces quatre explications peuvent s'appliquer à l'inflation, à des degrés divers et à des moments différents. Les facteurs liés à la demande, déterminés principalement par une politique monétaire nationale plus restrictive, ont joué un rôle essentiel dans le recul de l'inflation au cours des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Les facteurs liés à l'offre, associés à la déréglementation au niveau national et à la mondialisation, ainsi que la diminution de la demande agrégée dans un contexte d'excès d'épargne au niveau mondial ont tous contribué à freiner l'inflation sur la période récente.

L'approche complémentaire de Bill White, qui donne de l'importance à des facteurs de portée internationale ayant influencé à la fois la demande et l'offre, me paraît judicieuse et séduisante. S'agissant des États-Unis, je suis d'accord avec le fait que ces quatre facteurs peuvent expliquer les tendances inflationnistes. Cela dit, j'accorderai probablement un peu moins d'importance à la mondialisation et un peu plus à l'efficacité de la politique monétaire pour expliquer pourquoi l'inflation a été maîtrisée dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix et pourquoi elle est restée faible depuis lors.

En ce qui concerne la mondialisation, je pense, comme Bill White, qu'en raison de son incidence sur les prix relatifs, ce mouvement a à la fois favorisé et gêné l'action des banques centrales dans leur recherche de la stabilité des prix. À mon avis, de tels chocs ne modifient en rien, au bout du compte, la capacité d'une banque centrale à atteindre l'objectif d'inflation souhaité à moyen terme dans le cadre d'un régime de change flexible. Ils influencent cependant l'inflation à court terme et peuvent faciliter ou rendre plus problématique la réalisation d'un objectif d'inflation spécifique en exerçant une incidence sur le taux de chômage n'accéléralant pas l'inflation (NAIRU), tout au moins pendant un temps. Les hausses des cours du pétrole et des autres matières premières résultant de la vigueur de la croissance mondiale ont certainement exercé une incidence défavorable ces dernières années. En revanche, les baisses du prix relatif des importations de produits manufacturés, dues en partie au développement rapide des capacités en Chine et sur les autres marchés émergents, ont créé une dynamique favorable qui a quelque peu facilité, pendant un temps, la tâche du Système fédéral de réserve. L'incidence sur l'inflation a été comparable à celle exercée par la reprise de la croissance de la productivité au cours de la seconde moitié des années quatre-vingt-dix.

Toutefois, l'incidence de la dynamique favorable liée à la concurrence internationale est, à mon avis, souvent surestimée¹. La plupart des travaux de recherche visant à évaluer l'ampleur des liens directs et indirects entre prix à l'importation et inflation aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés parviennent à la conclusion que cette incidence a été, jusqu'à présent,

étonnamment limitée. Par exemple, une étude réalisée en 2006 par le FMI estime que les baisses des prix des produits importés hors pétrole ont amputé l'inflation d'un demi point de pourcentage par an en moyenne entre 1997 et 2005². Cette conclusion corrobore une analyse du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve qui estime que la baisse (sous-jacente) des prix des produits importés a réduit l'inflation sous-jacente aux États-Unis de 0,5 à 1 point de pourcentage par an en moyenne au cours des dix dernières années³. Une étude du Système fédéral de réserve consacrée à l'incidence de la Chine sur les prix à la consommation aux États-Unis n'a également mis en évidence que des effets limités depuis 1993, soit environ 0,1 point de pourcentage par an⁴. Il convient de se rappeler que même à l'heure actuelle, les biens et services non échangeables représentent l'essentiel de la consommation domestique aux États-Unis.

Bill White souligne, et je suis d'accord avec lui, que l'incidence de la mondialisation sur l'inflation peut s'exercer non seulement par le biais des prix des importations mais également par d'autres canaux, notamment ceux liés au marché du travail. La mondialisation a certainement accru la possibilité pour les entreprises de substituer des importations à la production intérieure. Les entreprises qui exploitent des usines dans plusieurs pays sont de plus en plus en mesure de délocaliser la production des usines nationales vers celles implantées dans des pays où les coûts sont plus faibles. Ces possibilités de substitution croissantes pourraient certainement avoir une incidence sur la dynamique des prix et des salaires, en expliquant, notamment, pourquoi la courbe de Phillips semble s'être aplatie dans de nombreux pays industriels.

Un examen de la littérature montre qu'il existe de nombreuses données empiriques attestant que l'inflation aux États-Unis est devenue moins sensible aux mesures de l'écart de production intérieur⁵. L'une des raisons possibles à cela est que les entreprises sont moins disposées à accorder des augmentations de salaires qui risqueraient de compromettre leur compétitivité-coût, même dans un contexte de tensions sur les marchés du travail nationaux. Cette situation pourrait réduire la sensibilité de l'inflation salariale au sous-emploi sur le marché domestique. Toutefois, les experts de la Réserve fédérale de

1 Cette intervention s'appuie sur un discours antérieur. Cf. Yellen (J. L.) (2006)

2 Cf. FMI (2006)

3 Cité par Kohn (D. L.) (2005)

4 Cf. Kamin (S.), Marazzi (M.) et Schindler (J.) (2006)

5 Cf. Roberts (J.) (2006)

San Francisco n'ont pas constaté de variation du coefficient relatif au taux de chômage dans la courbe de Phillips prix-salaires ces dernières années. Cela laisse penser que dans la mesure où la mondialisation a conduit à un aplatissement de la courbe de Phillips prix-prix, il est plus probable que cette évolution se soit produite par le biais de modifications de la capacité des entreprises à majorer les coûts lors de la fixation des prix plutôt qu'au travers de variations de l'incidence du sous-emploi sur le marché domestique sur la croissance des salaires. Cette conclusion semble corroborer les travaux récents du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve qui ont observé que les prix des biens échangeables et les marges bénéficiaires aux États-Unis sont de plus en plus sensibles aux évolutions des prix à l'étranger⁶.

Un aplatissement de la courbe de Phillips pourrait expliquer pourquoi l'inflation est devenue moins volatile dans les pays industrialisés. Toutefois, le constat de cet aplatissement donne lieu à des interprétations divergentes. Par exemple, une étude du Conseil des gouverneurs a procédé à une estimation des équations de la courbe de Phillips sur la période 1977-2005 pour onze pays de l'OCDE et est parvenue à la conclusion que la sensibilité de l'inflation à l'écart de production intérieur a diminué au cours du temps dans nombre de pays composant l'échantillon, mais elle n'a pas mis en évidence d'éléments indiquant que cette diminution pouvait être imputée à la mondialisation⁷. D'autres études réalisées par l'OCDE et par Larry Ball parviennent à des conclusions identiques⁸.

Il convient également d'examiner la possibilité que la mondialisation puisse maintenir l'inflation à un faible niveau en accentuant la crainte des salariés de perdre leur emploi aux États-Unis et ailleurs, bridant ainsi les revendications salariales. Je suis d'accord avec Bill White sur le fait que cette situation peut expliquer le recul de la part des salaires dans la production dans les pays du G 10 et également pourquoi, aux États-Unis tout au moins, il y a eu si peu d'éléments indiquant une « résistance des salaires réels » face aux chocs affectant les prix de l'énergie, des produits alimentaires et des importations. Le défi empirique consiste à estimer les effets de la mondialisation par le biais de ces canaux lorsque la substitution effective des consommations intermédiaires et de l'externalisation est limitée mais la menace importante.

Des études assez provocatrices réalisées à la BRI laissent penser que la mondialisation influence l'inflation d'une autre manière, en accroissant la sensibilité de l'inflation interne aux écarts de production extérieurs plutôt qu'intérieurs. Ce phénomène pourrait refléter une intensification de la concurrence réelle entre les travailleurs nationaux et étrangers sur le marché du travail en raison de la mondialisation et pourrait expliquer pourquoi les évolutions de l'inflation sont aussi fortement corrélées entre les différents pays. De manière empirique, Borio et Filardo parviennent à la conclusion qu'une mesure de l'écart de production global exerce une incidence significative sur l'inflation dans les estimations des équations de la courbe de Phillips pour un échantillon de seize pays⁹. Toutefois, comme Bill White a pris soin de le reconnaître, d'autres études empiriques ont abouti à des conclusions différentes. Par exemple, l'étude du Conseil des gouverneurs à laquelle je viens de faire allusion ne révèle aucune incidence significative des écarts de production extérieurs sur la hausse des prix à la consommation au niveau intérieur. De plus, les experts de la Réserve fédérale de San Francisco ont constaté que les mesures de la capacité mondiale ne sont pas significatives lorsqu'elles s'ajoutent aux courbes de Phillips qu'ils utilisent pour prévoir l'inflation et que les mesures habituelles du sous-emploi sur les marchés domestiques du travail et des produits gardent toute leur significativité.

Comme je l'ai mentionné au début, j'attache probablement plus d'importance que Bill White à l'efficacité de la politique monétaire pour expliquer pourquoi l'inflation a été maîtrisée dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix et pourquoi elle est restée faible depuis lors. Permettez-moi donc d'évoquer les deux problèmes cités par Bill White s'agissant du rôle de la politique monétaire pour expliquer les faits stylisés relatifs à l'inflation. Premièrement, il a déclaré avoir été déconcerté par le fait qu'un ensemble aussi diversifié de pays semble avoir aussi bien réussi à faire reculer l'inflation, grâce à une plus grande crédibilité de la politique monétaire. Je ne trouve pas cela si déconcertant.

Le changement de politique était en partie une réaction à une expérience antérieure négative d'inflation élevée et volatile dans les pays industrialisés dans les années

6 Cf. Guerrieri (L), Gust (C.) et Lopez-Salido (D.) (2008)

7 Cf. Ihrig (J.), Kamin (S.B), Lindner (D.) et Marquez (J.) (2007)

8 Cf. Pain (N.), Koske (I.) et Sollie (M.) (2006) ; Ball (L.) (2006)

9 Cf. Borio (C.) et Filardo (A.) (2007)

soixante-dix et sur de nombreux marchés émergents tout au long des années quatre-vingt. Dans les pays industrialisés, y compris aux États-Unis, les autorités ont réagi dans un premier temps en renforçant les cadres institutionnels pour favoriser la stabilité monétaire. Par exemple, certains d'entre eux, tels que la Nouvelle-Zélande, le Canada et le Royaume-Uni ont adopté des régimes fondés de manière explicite sur une cible d'inflation. D'autres, comme les États-Unis, l'Allemagne et le Japon ont utilisé des moyens moins formels, mais malgré tout énergiques, pour montrer l'importance qu'ils accordent au fait d'avoir une inflation faible. D'autres encore, tels que les pays de l'Europe du sud, Portugal, Italie, Espagne et Grèce sont parvenus à faire baisser l'inflation afin de remplir les conditions pour rejoindre l'Union monétaire européenne.

Dans les économies de marché émergentes, le passage, plus tardif, à des politiques de réduction de l'inflation est intervenu en partie parce que ces économies pouvaient tirer profit de la faiblesse de l'inflation extérieure, en partie parce qu'elles pouvaient tirer les leçons de la réussite des politiques mises en œuvre ailleurs et également en raison de l'insatisfaction du grand public vis-à-vis de l'inflation. La mondialisation des marchés de capitaux a probablement également renforcé l'engagement des autorités des pays émergents en faveur de la stabilité macroéconomique. L'intérêt de ces pays à attirer les flux de capitaux, conjugué à leur reconnaissance des dommages macroéconomiques risquant de résulter d'une fuite des capitaux, ont sûrement contribué à discipliner leur conduite de la politique monétaire. Comme Bill White l'a indiqué, leurs approches ont différé. Certaines économies émergentes ont tout d'abord stabilisé l'inflation en créant des caisses d'émission et en établissant un ancrage crédible vis-à-vis de pays étrangers ; on peut citer, par exemple, Hong Kong en 1983 et l'Argentine en 1991. D'autres ont stabilisé l'inflation en ancrant temporairement leur monnaie avant de permettre une plus grande flexibilité du taux de change, comme ce fut le cas d'Israël au milieu des années quatre-vingt et du Brésil au milieu des années quatre-vingt-dix. Plus récemment, certains marchés émergents ont adopté des stratégies fondées sur une cible d'inflation afin de fournir des points d'ancrage nominaux : la Corée du Sud en 1998, le Brésil et le Mexique en 1999, puis la Thaïlande en 2000 en sont des exemples.

Deuxièmement, Bill White s'est demandé pourquoi l'inflation n'a pas été plus élevée ces dernières

années, compte tenu de ce qu'il considère comme des politiques monétaires accommodantes dans de nombreux pays, à savoir des taux d'intérêt bas, une croissance rapide de la monnaie et du crédit, une envolée des prix des actifs et des taux directeurs nettement inférieurs aux niveaux préconisés par les règles de Taylor.

Très franchement, je ne trouve pas cela étonnant du tout. L'orientation de la politique monétaire doit être jugée non pas à partir de la croissance de la monnaie et du crédit, mais plutôt sur le niveau du taux directeur réel comparé à sa valeur neutre ou d'équilibre. Cette valeur peut varier au cours du temps et, d'après mon estimation, elle était relativement faible aux États-Unis et dans de nombreux autres pays industrialisés après l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques, l'effondrement des dépenses d'investissement et la récession de 2001. De fait, en 2003, le Système fédéral de réserve était préoccupé par la possibilité d'une déflation et la perspective d'atteindre le plancher constitué par des taux nuls, une situation que l'on parvient mieux à éviter, d'après les études, en abaissant les taux d'intérêt précocement et de façon substantielle. Une baisse du taux réel d'équilibre estimé, conjuguée à la volonté de recourir à une politique monétaire agressive pour éviter d'arriver à des taux nuls, expliquent pourquoi, aux États-Unis, le taux directeur peut avoir chuté en dessous des niveaux découlant des règles de Taylor. Comme Bill White l'expose de manière détaillée, de nombreuses économies de marché émergentes ont connu un excès d'épargne, ou plus exactement, un assèchement de l'investissement dans le sillage des crises financières de la fin des années quatre-vingt-dix et de l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques qui a suivi. De tels freins à la demande agrégée nécessitaient des taux d'intérêt réels bas pour les compenser et le boum de l'immobilier, qui est intervenu non seulement aux États-Unis mais également dans le monde entier, a fourni une compensation à la modération des autres composantes de la demande agrégée.

Au cours des dernières années, la vigueur de la croissance mondiale a permis de réduire le sous-emploi sur les marchés du travail à travers le monde et a entraîné une hausse des prix de l'énergie et des matières premières. Du point de vue des États-Unis, la dynamique favorable qui pouvait avoir résulté de la baisse des prix des produits importés hors matières premières s'est sensiblement atténuée avec

le recul du dollar. Même ainsi, l'inflation sous-jacente est restée relativement bien maîtrisée aux États-Unis et dans la plupart des autres pays industriels. Bill White attribue cette maîtrise de l'inflation à des facteurs relatifs à l'offre dans un contexte de déréglementation au niveau national et de mondialisation. Je considère toutefois que c'est une erreur de minimiser le rôle de la politique monétaire, notamment de sa crédibilité. Dans le cas des États-Unis, c'est cette crédibilité qui a, à mon avis, contribué à garantir que les chocs d'inflation provoqués par les prix de l'énergie, des produits alimentaires, des matières premières et par les taux de change ne se répercutent pas sur les anticipations d'inflation et le processus de fixation des salaires, n'exerçant ainsi qu'une incidence transitoire. La crédibilité explique pourquoi l'inflation semble généralement être devenue moins persistante. Les ménages et les entreprises sont convaincus qu'on ne laissera pas ces chocs alimenter de nouvelles hausses de l'inflation et les anticipations sont donc mieux ancrées. De fait, de nombreuses études montrent que les évolutions des prix de l'énergie ont eu des incidences nettement moins marquées sur l'inflation sous-jacente depuis le début des années quatre-vingt et l'explication la plus convaincante de ce changement est la crédibilité de la politique monétaire.

Permettez-moi de conclure en évoquant l'avenir et en vous présentant mon évaluation de la direction que prendra l'inflation aux États-Unis. Les résultats récents en la matière ont certes été décevants et cette déception provient en grande partie des fortes turbulences au niveau mondial. Les augmentations des prix des produits alimentaires et de l'énergie ont entraîné une hausse de 3,7 % du déflateur des dépenses de consommation (PCE) global au cours des douze derniers mois et de 5,4 % au cours des trois derniers mois. Hors produits alimentaires et énergie, l'indice PCE sous-jacent a quand même progressé de 2,2 % au cours des douze derniers mois, résultat qui reflète en partie les répercussions de la chute du dollar. Même dans ce contexte, je pense que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente vont se ralentir au cours des prochaines années, revenant à moins de 2 %, chiffre globalement conforme à mon interprétation du mandat du Système fédéral de réserve en termes de stabilité des prix. Je considère également que les risques pesant sur ce résultat sont globalement équilibrés.

Ma prévision d'un ralentissement de l'inflation suppose que la progression des salaires demeurera raisonnablement modeste, comme elle l'a été ces dernières années. Cela suppose aussi que les anticipations d'inflation demeurent bien ancrées, comme elles l'ont été auparavant, et également que les salariés ne compensent pas, lors des négociations salariales, les pertes réelles résultant des hausses des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Cela suppose surtout que les prix de l'énergie et des produits alimentaires se stabilisent autour de leurs niveaux actuels, afin que la dynamique inflationniste provenant de ces sources s'atténue au fil du temps. Bill White a justement souligné que ces hypothèses ne peuvent pas être considérées comme acquises. Les hausses des prix des produits alimentaires et de l'énergie ont réduit le pouvoir d'achat du salarié médian et, comme le dit Bill White, une certaine « poussée en arrière » pourrait intervenir. L'anticipation d'une stabilisation des prix de l'énergie autour de leurs niveaux actuels correspond aux prix des contrats à terme, mais ces anticipations ont été démenties à de nombreuses reprises au cours des dernières années. S'agissant des anticipations d'inflation, Bill White nous avertit, à juste titre, que « l'expérience tirée des erreurs passées ne doit pas être oubliée aujourd'hui, à l'heure où les anticipations d'inflation semblent de nouveau ancrées (à présent à des niveaux peu élevés) ». J'admets que le Système fédéral de réserve ne peut certainement pas se permettre de considérer comme acquis le fait que les anticipations d'inflation demeureront bien ancrées.

Parallèlement, il existe des tensions à la baisse sur l'inflation, liées au ralentissement de l'activité aux États-Unis. Bill White souligne, et je suis d'accord avec lui, que l'économie américaine est particulièrement exposée à des risques à la baisse résultant du dégonflement de la bulle immobilière et des perturbations sur les marchés de capitaux. Il existe, à l'heure actuelle, un certain sous-emploi sur le marché du travail aux États-Unis et si ces risques économiques à la baisse se matérialisent, cette situation pourrait s'accentuer. Même avec une courbe de Phillips plus plate, une telle évolution ferait peser des pressions à la baisse sur l'inflation. C'est cette conjonction désagréable de risques pesant à la fois sur l'inflation et sur l'emploi que le Comité de l'*open market* doit parvenir à équilibrer lorsqu'il évalue l'orientation appropriée pour la politique monétaire à l'avenir.

Bibliographie

Ball (L.) (2006)

"Has globalisation changed inflation?", NBER Working Paper, n° 12687

Borio (C.) et Filardo (A.) (2007)

"Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation", BRI, Document de travail n° 227, mai
<http://www.bis.org/publ/work227.pdf?noframes=1>

Fonds monétaire international (2006)

Perspectives économiques mondiales, chapitre 3, avril

Guerrieri (L.), Gust (C.) et Lopez-Salido (D.) (2008)

"International competition and inflation: a new keynesian perspective", Federal Reserve Board International Finance Discussion Paper, n° 918, Board, janvier
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2008/918/default.htm>

Ihrig (J.), Kamin (S. B.), Lindner (D.) et Marquez (J.) (2007)

"Some simple tests of the globalisation and inflation hypothesis", Federal Reserve Board International Finance Discussion Paper, n° 891, avril
<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2007/891/default.htm>

Kamin (S.), Marazzi (M.) et Schindler (J.) (2006)

"The impact of Chinese exports on global import prices", *Review of International Economics*, vol. 14, n° 2, p. 179-201, mai

Kohn (D. L.) (2005)

"Globalisation, inflation and monetary policy", remarks delivered at the James R. Wilson Lecture Series, The College of Wooster, Wooster, Ohio, 11 octobre
<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20051011/default.htm>

Pain (N.), Koske (I.) et Sollie (M.) (2006)

"Globalisation and inflation in the OECD economies", Document de travail du département des Affaires économiques de l'OCDE, n° 524, Paris, novembre
<http://oberon.sourceoecd.org/vl=919543/cl=64/nw=1/rpsv/cgi-bin/wppdf?file=519g2jl7twwg.pdf>
(www.sourceoecd.org/10.1787/3777011785643)

Roberts (J.) (2006)

"Monetary policy and inflation dynamics", *International Journal of Central Banking*, vol. 2, p. 193-230, septembre

Yellen (J. L.) (2006)

"Monetary policy in a global environment", intervention à la conférence « *The euro and the dollar in a globalised economy* », University of California at Santa Cruz, Santa Cruz, California, 27 mai
<http://www.frbsf.org/news/speeches/2006/0527.html>

Yi Gang

Sous-gouverneur

Banque populaire de Chine

Je souhaiterais remercier la Banque de France pour son invitation à cet important colloque. J'ai lu avec un très grand intérêt l'étude de Bill White sur la globalisation et les déterminants de l'inflation interne et j'aimerais faire les remarques suivantes.

Premièrement, au cours des dix ou quinze dernières années, la mondialisation a fortement contribué à la faiblesse de l'inflation constatée à travers le monde. Cette année correspond au trentième anniversaire des réformes économiques et de la politique d'ouverture en Chine. Il a fallu dix ans environ à ce pays pour intégrer l'économie mondiale. Au cours des quinze dernières années, la Chine a alimenté le marché mondial avec de nombreux produits à faible coût, de qualité convenable et en constante amélioration. Je pense, comme de nombreux intervenants l'ont déjà mentionné, que cela a grandement contribué à la modération des tensions inflationnistes au cours de la dernière décennie.

La Chine et l'Inde sont à présent entrées dans le jeu de la mondialisation, en termes tant de produits de consommation manufacturés et d'électronique grand public que de services liés aux logiciels dans le cas de l'Inde, et ces deux pays ont beaucoup contribué à l'environnement de faible inflation. Je ne suis pas certain que le processus a concerné une population active de trois milliards de personnes. Mais avec le passage d'une planification économique centralisée à une économie de marché, c'est probablement une population active d'un milliard de personnes environ qui a rejoint l'économie de marché. D'après mes estimations, plus de cent millions de Chinois ont intégré le secteur ouvert de l'économie, qui est étroitement lié aux exportations. Par conséquent, compte tenu du bas niveau des coûts de main-d'œuvre, il est certain que les coûts de production des biens ont considérablement baissé.

Dans le cadre de son étude, Bill White examine différents scénarios et avance plusieurs raisons pour expliquer la période de faible inflation. Il se demande si c'est grâce à une bonne politique monétaire, à la concurrence mondiale, au niveau élevé de l'épargne, à la qualité du travail accompli par les banquiers centraux en matière de contrôle de l'inflation. Personnellement, je pense que cela est lié à la

globalisation. La globalisation du marché mondial des biens de consommation, et surtout celle du commerce et des marchés de capitaux ont grandement contribué à la faiblesse de l'inflation.

Si vous observez que l'inflation a été relativement faible dans tous les pays au cours de la dernière décennie, comme l'a montré Bill White dans son étude, et si vous l'attribuez à la mise en œuvre d'une bonne politique monétaire, disons l'adoption d'une cible d'inflation, vous compterez sans doute plus de vingt pays dans ce cas. Mais si vous considérez les banques centrales et les économies qui n'ont pas adopté de cible d'inflation, vous constatez qu'elles ont également très bien réussi. Certaines banques centrales de grandes économies n'ont pas adopté de stratégie fondée sur une cible d'inflation. Ainsi, le Système fédéral de réserve, la Banque centrale européenne, la Banque populaire de Chine, la Banque du Japon, la Banque de réserve d'Inde et la Banque de Russie n'ont pas, tout au moins officiellement, adopté de cible d'inflation mais ont également obtenu de très bons résultats au cours des dix dernières années.

Cela signifie que nous avons connu une période très favorable grâce à la globalisation, qui a façonné l'environnement international à l'échelle mondiale, indépendamment de la politique monétaire ou du cadre adoptés par la plupart des banques centrales.

Ma deuxième remarque porte sur les évolutions récentes de l'économie mondiale. Un rattrapage rapide se produit au niveau des coûts. Il se manifeste par la hausse des prix des actifs en Chine, le renchérissement des matières premières dans le monde ainsi que par des modifications importantes au niveau de l'offre de travail. Nous savons que durant la période de planification centralisée, probablement plus de 40 % de la population mondiale vivait dans une économie de ce type. Cette situation enfermait donc plus de 40 % de la population active mondiale dans un système d'économie centrale planifiée très peu efficace. Lorsque vous permettez à cette partie de la population active d'accéder à une économie de marché, vous libérez une énergie considérable. En Chine, de nombreux économistes¹ estiment que

¹ Cai Fang (2007) : « Croissance et évolutions structurelles de l'emploi dans la Chine en transition », Working Paper, Institute of Population and Labor Economics, Chinese Academy of Social Sciences

nous sommes probablement entrés dans la période appelée « tournant de Lewis », c'est-à-dire une phase de cinq ans comprise entre 2006 et 2010 durant laquelle nous allons constater que l'offre illimitée de main-d'œuvre ouvrière est quasiment révolue. En effet, dans le delta de la rivière des Perles ainsi que dans celui du Yangtsé, nous observons d'ores et déjà un phénomène de pénurie de main-d'œuvre qui entraînera des augmentations de salaires. Nous mettons également l'accent sur les réglementations du travail en termes d'assurance médicale et de sécurité sociale, d'urbanisation et d'éducation pour les migrants ruraux qui travaillent dans les zones urbaines et pour leurs enfants, ainsi que sur la protection de l'environnement et l'efficacité énergétique. Toutes ces évolutions vont augmenter les coûts et soulèvent donc la question suivante : avec l'augmentation progressive de ces coûts, y-a-t-il un endroit dans le monde où subsiste un fort potentiel de main-d'œuvre à bas coût ? Probablement, dans quelques pays africains, relativement petits, qui disposent d'une abondante main-d'œuvre potentielle à bas coût. J'espère que ce siècle verra, et le plus tôt sera le mieux, un grand développement en Afrique. Mais cela nécessitera beaucoup d'efforts et de temps en termes de création des infrastructures, d'éducation et de formation. Compte tenu de la situation actuelle, notamment en Chine et en Inde, une augmentation progressive des coûts est inéluctable. Qui plus est, à l'avenir, la Chine se concentrera davantage sur la demande intérieure et dépendra donc de moins en moins des exportations. Les politiques en matière d'environnement et la réglementation du travail continueront de s'améliorer, ce qui entraînera une augmentation des coûts.

Ma troisième remarque concerne l'avenir. Nous allons observer une période de hausse modérée des prix, qu'il s'agisse des prix des matières premières, des coûts liés à la protection de l'environnement, des rémunérations, de la réglementation du travail et de l'assurance médicale, de la sécurité sociale, et ainsi de suite. Cette évolution ira de pair avec une situation d'abondance de liquidité au niveau mondial et de

niveau relativement bas des taux d'intérêt. En effet, si l'on considère l'offre de monnaie et les taux d'intérêt réels dans les grandes économies que sont les États-Unis, la zone euro et la Chine, les conditions monétaires sont relativement accommodantes. La liquidité est extrêmement abondante. L'inflation étant un phénomène monétaire, je prévois que nous allons aborder une phase de hausse modérée des prix mais non de forte inflation, en raison des progrès considérables réalisés en matière de politique monétaire et de la forte détermination de toutes les grandes banques centrales en matière de lutte contre l'inflation.

Cette période sera également marquée par l'interdépendance croissante des politiques monétaires dans le monde. La mondialisation, en particulier l'intégration des marchés de capitaux, rend les dirigeants de banque centrale très prudents dans leurs réactions aux tensions inflationnistes. Nous savons que la baisse spectaculaire des taux récemment pratiquée par le Système fédéral de réserve s'imposait. Toutefois, le comportement des autres grandes banques centrales mérite également qu'on s'y attarde. Leurs inquiétudes face aux tensions inflationnistes les incitent à une grande prudence. Du point de vue théorique, si l'on considère le fameux principe de l'« impossible trinité », tant que le taux de change n'est pas fixe, la politique monétaire doit être indépendante. C'est actuellement le cas, mais leur interdépendance et les préoccupations relatives à l'environnement mondial vont s'accroître.

En conclusion, la période très favorable de forte croissance associée à une faible inflation va progressivement prendre fin, ce qui va mettre les grandes banques centrales à l'épreuve, quel que soit leur cadre de politique monétaire, cible d'inflation, approche à deux piliers, prise en compte de la situation de l'emploi ou autre. Nous devons tous faire face à un nouveau défi. Quoi qu'il en soit, grâce à l'amélioration considérable du cadre de la politique monétaire, je suis convaincu que nous allons vers une période de hausse raisonnable et modérée des prix.