



Allocution introductive du Gouverneur Christian Noyer

Symposium International « Globalisation, Inflation et Politique Monétaire »

7 mars 2008

Mesdames, Messieurs,

Je suis très heureux d'ouvrir ce 5^{ème} symposium international de la Banque de France, qui est une occasion de rencontre entre dirigeants de Banques centrales et d'institutions internationales, universitaires de premier plan et responsables de banques privées, mais également entre représentants des pays industrialisés et des pays émergents, sur un thème d'actualité où convergent nos interrogations et préoccupations communes. Nous aurons une journée riche et intense. La première session, animée par Jean-Claude Trichet, Président de la Banque centrale européenne, présentera les principaux concepts et faits stylisés de la globalisation et de l'inflation mondiale. La deuxième session, animée par Jean-Pierre Roth, Président de la Banque nationale suisse, portera sur les liens entre la globalisation et les déterminants de l'inflation interne. La troisième session, qui prendra la forme d'une table ronde animée par Nout Wellink, Gouverneur de la Banque centrale des Pays-

Bas, s'intéressera à l'impact de la globalisation financière sur la croissance et les prix d'actifs. Enfin, la quatrième session, présidée par Guillermo Ortiz, Gouverneur de la Banque du Mexique, en dégagera les implications pour la conduite de la politique monétaire. Jacob Frenkel a accepté la difficile tâche d'assurer la synthèse de ce symposium. Jacob, comme quelques autres ici, symbolise à lui seul la diversité des origines des participants à ce symposium puisqu'il est tout à la fois ancien professeur à l'Université de Chicago, ancien conseiller économique et directeur des Études au FMI, ancien Gouverneur de la Banque d'Israël et actuellement Président du Groupe des Trente et Vice-Président de AIG.

Je me bornerai, pour ce qui me concerne, à quelques brèves remarques introductives.

Notre collègue Mervyn King a coutume de dire que la politique monétaire doit être "ennuyeuse". Ce n'est certainement pas le cas aujourd'hui. La politique monétaire est intéressante. Mais elle est aussi, et surtout, difficile. À bien des égards, pour parler familièrement, les bons temps sont derrière nous. La mondialisation a sans doute beaucoup aidé les Banques Centrales au cours de la dernière décennie. Ce n'est plus, aujourd'hui, aussi évident.

Nous faisons face, en effet, à la conjonction de deux difficultés.

D'abord, dans tous les pays, les risques relatifs à la croissance et à l'inflation sont actuellement de sens opposés. Ce qui, pour toutes les Banques Centrales, et au-delà de la diversité de leurs mandats, constitue un défi commun.

Ensuite, parce que nous sommes tous affectés, à des degrés divers, par les turbulences qui se produisent depuis huit mois sur les marchés de crédit. Nous allons débattre en profondeur, dans les heures qui viennent, de l'articulation entre stabilité financière et stabilité des prix. Mais nous conviendrons, je pense, que la conduite de la politique monétaire est plus délicate et plus incertaine dans un environnement financier moins stable et plus perturbé.

Je voudrais brièvement développer ces deux points.

Les vingt dernières années ont été caractérisées par une intégration croissante à l'échelle internationale des marchés des biens, des services et du capital d'une part, et par une réduction de l'inflation qui s'est stabilisée à des niveaux bas d'autre part. La concomitance de ces deux phénomènes a amené un certain nombre d'observateurs à y voir un lien causal. Qu'en est-il exactement aujourd'hui ?

Depuis plus de dix ans, avec l'intégration croissante de nos économies au cours des dernières décennies, des forces puissantes, dans le monde, poussaient à la stabilité des prix. Chaque année, l'entrée sur le marché du travail mondial de plusieurs dizaines de millions de personnes accroît les capacités mondiales de production, notamment pour les biens échangeables. Pour la politique monétaire dans les pays développés, ce processus est équivalent à une succession de chocs d'offre positifs qui se matérialisent par une baisse spontanée des prix à l'importation des produits manufacturés. Toutes choses égales par ailleurs, ce gain en termes de l'échange autorise une inflation plus faible pour un niveau donné d'utilisation des capacités de production.

Plus fondamentalement, et bien que nous possédions en ce domaine moins de certitudes, il est possible que l'ouverture croissante de nos économies ait structurellement modifié le processus de formation des salaires et des coûts dans un sens plus favorable à la stabilité des prix. La concurrence créée par les importations réduit le pouvoir de marché des entreprises au niveau national. Mais d'autres effets, plus indirects, sont aussi détectables. Selon des études conduites à la Banque de France¹, l'impact désinflationniste des importations paraît relativement indépendant des volumes importés : la simple présence d'une concurrence potentielle rend les marchés, comme disent les experts, plus "contestables" et influence les comportements.

Ces forces désinflationnistes sont toujours présentes. Mais d'autres forces, aujourd'hui plus puissantes, jouent en sens inverse. La croissance des pays émergents et l'élévation du niveau de vie de leur population entraînent une explosion de la demande de ressources naturelles, alimentaires et énergétiques, dont la conséquence logique est une forte et permanente augmentation des prix.

De plus, en renforçant l'importance des chocs globaux relativement aux chocs plus spécifiquement nationaux, et en favorisant la transmission internationale de ces derniers, la mondialisation introduit une synchronisation plus poussée des cycles inflationnistes entre les pays avec les risques d'amplification qui en découlent.

¹ Guilloux S. et Kharroubi E. (2008), « Some preliminary evidence on the globalization-inflation nexus », *Notes d'Etudes et de Recherche* N°195, Janvier

Au total, la mondialisation a cessé, probablement pour une longue période, d'être spontanément désinflationniste.

Le deuxième thème que j'aborderai concerne la mondialisation et l'innovation financière.

Il n'existe, dans mon esprit, aucun doute sur les bénéfices à long terme du processus d'innovation financière que nous connaissons depuis vingt ans. Mais nous voyons aussi qu'il peut s'accompagner d'évolutions cycliques et de changements structurels potentiellement perturbateurs pour la politique monétaire. Les conditions monétaires et financières sont en effet influencées simultanément par les décisions des banques centrales, mais aussi, et de plus en plus, par l'évolution parfois exogène des prix d'actifs et de la tarification du risque. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire devient donc à la fois moins certain, et moins "linéaire" car les chocs sur les prix des actifs et du risque introduisent des discontinuités dans les conditions de financement.

Ces évolutions soulèvent en particulier deux questions intéressantes que je voudrais brièvement évoquer.

La première concerne les réactions de politique monétaire. Il n'échappera à personne que ces réactions ne sont pas identiques dans tous les pays. Ceci traduit, à mon sens, les différences de situation plus que des divergences d'approche. Toutes les économies ne sont pas aujourd'hui affectées au même titre par les chocs

immobiliers ou l'évolution des marchés de crédit. On constate, notamment, que la distribution du crédit reste très dynamique en Europe et que, dans la plupart des pays de la zone euro, les marchés immobiliers restent marqués par une certaine stabilité.

Plus fondamentalement, il me semble que l'évolution du contexte économique et financier de la mondialisation justifie et renforce le poids donné à ce que nous appelons, dans le langage de l'euro système, l'analyse monétaire, c'est-à-dire l'examen et l'étude des grands agrégats monétaires et financiers. Nous tirons de notre pilier monétaire trois grands avantages. Il est d'abord susceptible d'assurer l'ancrage à long terme des anticipations d'inflation, ce qui est essentiel quand, comme aujourd'hui, les tensions instantanées sont fortes. Il constitue ensuite un cadre d'analyse intégré des évolutions financières et monétaires, particulièrement utile en période de changements structurels et de turbulences sur les marchés de crédit. Il est enfin un indicateur des tensions inflationnistes sous-jacentes, dont nous avons incontestablement besoin.

Il est possible, en effet, que la mondialisation réduise la sensibilité de l'inflation au niveau de la demande interne grâce à une possibilité de recours accru à l'offre extérieure ; ce qui conduit à une certaine déconnexion entre le degré d'utilisation des capacités de production et le niveau d'inflation. Dans ces conditions, les courbes de Philips s'aplatissent, et l'observation de l'inflation instantanée ne suffit plus à détecter les pressions sous-jacentes. L'analyse monétaire apporte alors un éclairage indispensable.

Une deuxième question concerne l'évolution future du système financier mondial. Nous avons le privilège d'accueillir aujourd'hui des responsables venant à la fois des pays dits industrialisés et du monde émergent. Il paraît clair que tous n'ont pas la même vision et la même approche du processus de libéralisation et d'innovation financière. Et pourtant nos économies sont de plus en plus interdépendantes et nos marchés financiers de plus en plus interconnectés. Le temps paraît venu de nous demander comment pourront coexister, dans l'avenir, des systèmes financiers organisés ou régulés sur des bases ou des principes aussi divers, et quelles seront les conséquences systémiques et macro-économiques de cette diversité. À un moment où nous réfléchissons tous aux missions et à l'avenir du Fonds Monétaire International, il y a là, me semble-t-il, pour cette institution, un enjeu et un défi majeurs.

Il me reste, Mesdames, Messieurs, à souhaiter que ce symposium soit l'occasion d'un échange fructueux et d'un approfondissement des points de vue sur les liens entre globalisation, inflation et politique monétaire. En vous présentant mes meilleurs vœux pour cette journée, je passe la parole au Président Jean-Claude Trichet.