

La mondialisation et la politique monétaire

J. Boeckx⁽¹⁾

Introduction

Bon nombre de modifications du paysage économique sont attribuées à la mondialisation et, assurément, cette tendance a influencé et continuera d'influencer considérablement les évolutions de l'économie mondiale. Elle place également la politique économique face à d'importants défis.

La mondialisation est néanmoins un phénomène complexe, pour lequel n'existe aucune définition univoque. Dans le contexte actuel, la mondialisation est définie comme une accélération de l'intégration économique internationale, qui se manifeste par une intensification marquée des échanges internationaux de biens et services ainsi que par une mobilité accrue des capitaux et de la main-d'œuvre.

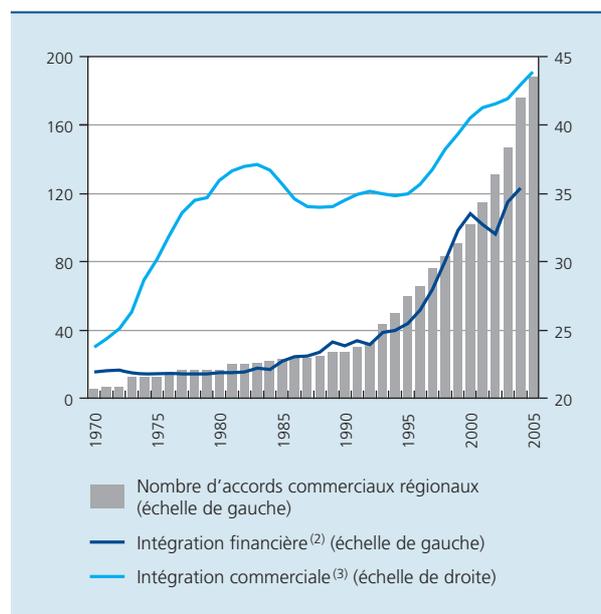
L'intégration dans l'économie mondiale de plusieurs grandes économies telles que celles de la Chine, de l'Inde et des nouveaux États membres de l'Union européenne a accéléré la mondialisation au cours des dernières décennies, sous l'influence de plusieurs facteurs. D'abord, le progrès technique a permis une accélération des échanges de biens et services mais aussi des échanges d'informations. Ensuite, la politique de libéralisation et de dérégulation volontairement menée dans de nombreux pays a contribué à l'accélération de la mondialisation. Sous ce rapport, la suppression progressive des contrôles des mouvements de capitaux dans de nombreux pays et la nette progression du nombre d'accords commerciaux régionaux depuis le milieu des années nonante ont permis une intensification des flux commerciaux et de capitaux à l'échelle mondiale.

(1) L'auteur remercie L. Aucremanne, A. Bruggeman et M. Collin pour leur collaboration.

Le degré d'ouverture des pays industrialisés, mesuré par la somme des importations et des exportations, a fortement augmenté au cours des dix dernières années, passant de 35 p.c. du PIB à presque 45 p.c. du PIB en

GRAPHIQUE 1 QUELQUES INDICATEURS RELATIFS À LA MONDIALISATION DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS⁽¹⁾

(pourcentages du PIB, sauf mention contraire)



Sources : FMI, OMC.

(1) Les pays industrialisés sont l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

(2) Investissements directs étrangers et investissements de portefeuille, total des actifs et passifs détenus à l'étranger, en pourcentage du PIB.

(3) Total des importations et des exportations de biens et services en pourcentage du PIB.

2005, après avoir déjà enregistré une nette progression pendant les années septante. L'intégration financière a enregistré une évolution encore plus spectaculaire. Ainsi, les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille représentaient 124 p.c. du PIB en 2004, soit trois fois plus qu'en 1995. D'une manière générale, une accélération de la mondialisation depuis le milieu des années nonante peut être relevée.

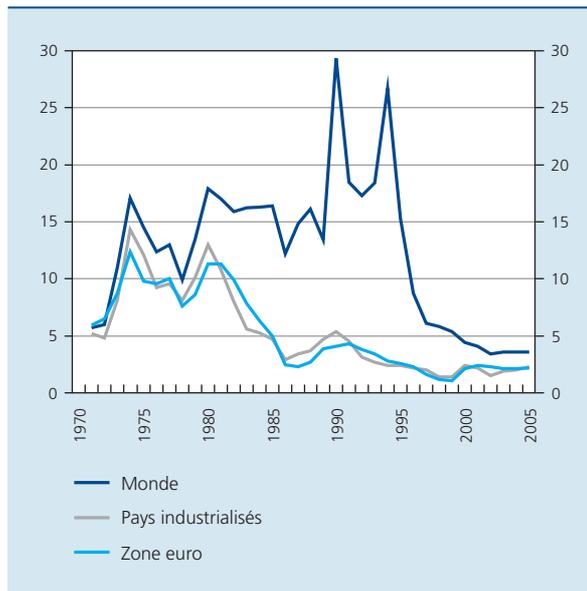
La suite du présent article examine trois conséquences de la mondialisation, qui peuvent être importantes pour la politique monétaire. La première partie se concentre sur le faible niveau et la stabilité de l'inflation actuelle et commente le rôle qu'a joué la mondialisation dans ce contexte. La deuxième partie étudie dans quelle mesure la mondialisation a contribué à la baisse de la sensibilité de l'inflation à l'activité économique domestique. La dissociation des évolutions des taux directeurs et des taux d'intérêt à long terme constitue le sujet de la troisième partie. Enfin, la quatrième partie examine les éventuelles implications de la mondialisation pour la politique monétaire, tandis que la dernière partie tire les principales conclusions.

1. La mondialisation a-t-elle exercé une pression à la baisse sur l'inflation ?

L'inflation, mesurée au moyen de l'indice des prix à la consommation, est demeurée faible et stable à l'échelle mondiale depuis le milieu des années nonante. Alors que l'inflation oscillait encore autour de 10 p.c. dans les pays industrialisés pendant la seconde moitié des années septante, elle a progressivement reculé pendant les années quatre-vingt et nonante pour s'établir à son niveau le plus bas, 1,4 p.c., en 1998. L'inflation est depuis lors légèrement remontée, même si sa progression est demeurée particulièrement limitée dans le contexte du triplement des prix du pétrole. Non seulement le niveau de l'inflation a reculé, mais sa volatilité a également fléchi. Cette évolution résulte de la baisse du degré de persistance de l'inflation, c'est-à-dire la mesure dans laquelle l'inflation actuelle dépend de ses valeurs passées⁽¹⁾. L'incidence des chocs sur l'inflation s'en voit par conséquent réduite, étant donné qu'ils exercent leurs effets moins longtemps. Le faible niveau d'inflation qui prévaut actuellement semble être un phénomène mondial, même si le recul de l'inflation dans les pays en voie de développement s'est manifesté plus tardivement, à partir de 1995 seulement.

(1) Pour de plus amples informations sur la persistance de l'inflation dans la zone euro, voir notamment Dhyne (2005).

GRAPHIQUE 2 ÉVOLUTION DE L'INFLATION DEPUIS 1971⁽¹⁾
(pourcentages de variation par rapport à l'année précédente)



Sources : Fagan, Henry et Mestre (2005), BCE, FMI.

(1) Mesurée au moyen de l'indice des prix à la consommation.

1.1 Causes du faible niveau et de la stabilité de l'inflation

La meilleure conduite de la politique monétaire joue à n'en point douter un rôle important dans la baisse du niveau de l'inflation et de sa persistance. L'importance croissante que les banques centrales des pays industrialisés ont accordée à la stabilité des prix depuis les années quatre-vingt s'est traduite par une série de réformes institutionnelles telles que l'indépendance des banques centrales, l'introduction d'objectifs d'inflation chiffrés et une plus grande transparence. Consécutivement à ces réformes, l'objectif d'inflation explicite ou non des banques centrales est devenu un nouvel ancrage nominal crédible. La baisse effective de l'inflation enregistrée dans les années quatre-vingt a accru cette crédibilité, ce qui a permis un meilleur ancrage des attentes inflationnistes.

Outre la meilleure conduite de la politique monétaire, le recul de l'inflation peut également s'expliquer par des chocs de productivité positifs, liés ou non à la mondialisation, qui ont temporairement modéré l'inflation, de même que par une meilleure discipline de la politique budgétaire, qui a limité l'incidence inflationniste de cette politique. Plusieurs économistes soulignent par ailleurs le rôle que la mondialisation et l'intensification de la concurrence internationale ont joué.

Ainsi, Rogoff (2003) argue que la mondialisation influence le niveau du taux d'inflation d'équilibre, étant donné qu'elle diminue le biais inflationniste, voire le supprime complètement. Le biais inflationniste correspond au niveau d'inflation, supérieur au niveau optimal, qui apparaît lorsqu'une banque centrale tente d'amener l'économie aux niveaux d'activité et d'emploi qui prévaudraient en concurrence parfaite en créant une inflation inattendue. Les agents économiques anticipent cependant ce comportement des banques centrales en adaptant leurs attentes inflationnistes, ce qui engendre finalement un même niveau d'activité et d'emploi et un niveau d'inflation plus élevé (Barro et Gordon, 1983). Étant donné que la mondialisation entraîne une suppression progressive des marges (*mark-ups*) sur les marchés des produits et du travail, l'inclination des banques centrales à stimuler l'économie diminue et entraîne dès lors le biais inflationniste à la baisse. En outre, les effets réels de la politique monétaire sont plus restreints dans une économie plus compétitive, qui présente une plus grande flexibilité des salaires et des prix, ce qui diminue également la tendance des banques centrales à appliquer une politique monétaire stimulante. Si la mondialisation a par ailleurs entraîné un recul temporaire de l'inflation, la crédibilité de la politique monétaire en a été renforcée, ce qui a facilité la conduite de la politique monétaire. Vu que la mondialisation s'est nettement accélérée depuis le milieu des années nonante, elle peut expliquer le fléchissement de l'évolution tendancielle de l'inflation, surtout pour les pays en voie de développement. Dans les pays industrialisés, l'inflation avait déjà atteint un niveau faible dans la seconde moitié des années quatre-vingt.

D'autre part, l'émergence des pays à faibles coûts, corollaire de la mondialisation, peut avoir entraîné une croissance plus rapide de l'offre que de la demande de produits et une modération du niveau général des prix. En revanche, la politique monétaire a été particulièrement accommodante depuis 2001 dans de nombreuses parties du monde, ce qui a contrebalancé la hausse de l'offre.

Même si la mondialisation n'a pas exercé d'influence notable sur l'évolution de l'inflation agrégée dans les pays industrialisés, elle s'est accompagnée d'importantes variations des prix relatifs des produits et des facteurs de production. Ainsi, les prix relatifs des matières premières ont présenté une nette augmentation, tandis que l'émergence des pays à faibles coûts a entraîné à la baisse les prix relatifs des produits manufacturés. De plus, l'intensification de la concurrence internationale a influé sur la formation des salaires et des prix dans les pays industrialisés. Cette concurrence accrue réduit les marges sur les marchés des produits et du travail, tandis que la forte hausse de l'offre de main-d'œuvre exerce une pression sur le prix relatif du travail.

Ces variations des prix relatifs sont en principe neutres pour l'inflation totale. En effet, les baisses des prix relatifs de certaines catégories de produits sont compensées par des hausses des prix relatifs d'autres produits ou services, notamment parce que les consommateurs consacrent l'augmentation de leur pouvoir d'achat à l'acquisition d'autres produits et *vice versa*. Cependant, des effets temporaires sur l'inflation totale peuvent apparaître lorsque des variations des prix relatifs sont répercutées plus rapidement que d'autres ou lorsque des variations de prix compensatoires se font attendre.

La partie qui suit traite des variations des prix relatifs qui découlent de la mondialisation. Elle aborde dans un premier temps les hausses des prix relatifs des matières premières avant d'illustrer les baisses des prix relatifs des produits manufacturés.

1.2 Incidence de la mondialisation sur une série de prix relatifs dans les pays industrialisés

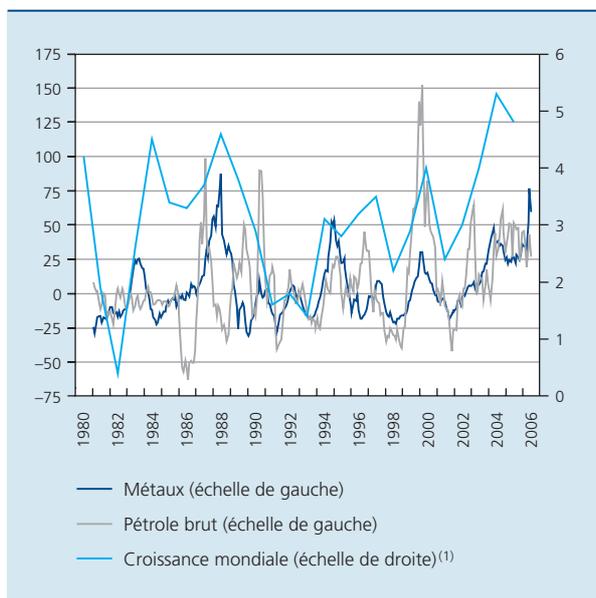
1.2.1 Incidence de l'augmentation de la demande mondiale de matières premières

Sous l'influence d'une forte demande, principalement en provenance des États-Unis et des économies émergentes d'Asie, les prix des matières premières ont atteint des sommets sans précédent. Les prix du pétrole brut et des métaux⁽¹⁾ ont ainsi progressé respectivement de 117 et 111 p.c. entre janvier 2004 et juin 2006. La simultanéité de ces hausses des prix donne à penser que ces renchérissements s'expliquent surtout par des facteurs de demande plutôt que par des facteurs d'offre, propres à chaque marché. Depuis 1995, les variations des prix des différentes matières premières ont présenté une corrélation accrue. Si la corrélation entre les variations des prix du pétrole brut et des métaux ne s'élevait qu'à 0,06 pendant la période comprise entre janvier 1981 et décembre 1994, cette corrélation a atteint 0,52 entre janvier 1995 et juin 2006. Il semble également qu'au cours de la période la plus récente, l'évolution du prix du pétrole brut ait été plus fortement liée à la croissance économique mondiale, alors que cette dernière n'influait auparavant que l'évolution des prix des métaux. Cette corrélation laisse inférer que les hausses actuelles des prix des matières premières s'expliquent en grande partie par le phénomène de la mondialisation et la demande accrue de matières premières qui en découle. Ceci n'exclut cependant pas que des tensions géopolitiques et des spéculations puissent également avoir contribué dans une

(1) Calculés à l'aide d'un indice, publié par le FMI, qui comprend les prix du cuivre, de l'aluminium, du minerai de fer, de l'étain, du nickel, du plomb et de l'uranium.

GRAPHIQUE 3 PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES ET CROISSANCE MONDIALE

(données mensuelles en dollars des États-Unis, sauf mention contraire; pourcentages de variation par rapport au mois correspondant de l'année précédente)



Source : FMI.

(1) Données annuelles en volume.

certaines mesures au niveau élevé des prix des matières premières qui prévaut actuellement. La correction abrupte sur les marchés des matières premières observée en mai et juin peut ainsi en grande partie être attribuée au dénouement de positions spéculatives.

La hausse du prix du pétrole brut influence directement l'inflation totale par l'intermédiaire de la composante des produits énergétiques de l'indice des prix à la consommation. Des effets indirects peuvent également se manifester lorsque la poussée des prix des matières premières engendre une hausse des coûts de production des entreprises, qui se répercute ensuite sur le consommateur final. Enfin, outre les effets de premier tour cités, des effets de second tour peuvent également se manifester, notamment lorsque les hausses salariales compensent tout ou partie de la perte de pouvoir d'achat qui résulte des effets de premier tour (directs ou indirects). La répercussion par les entreprises de ces hausses salariales sur le consommateur final crée une spirale prix-salaires, qui amplifie et rend plus persistante la pression à la hausse exercée par un choc pétrolier sur l'inflation.

L'influence directe de la hausse des prix de l'énergie est considérable dans le climat actuel où prévaut un faible niveau d'inflation. À titre d'exemple, la contribution de

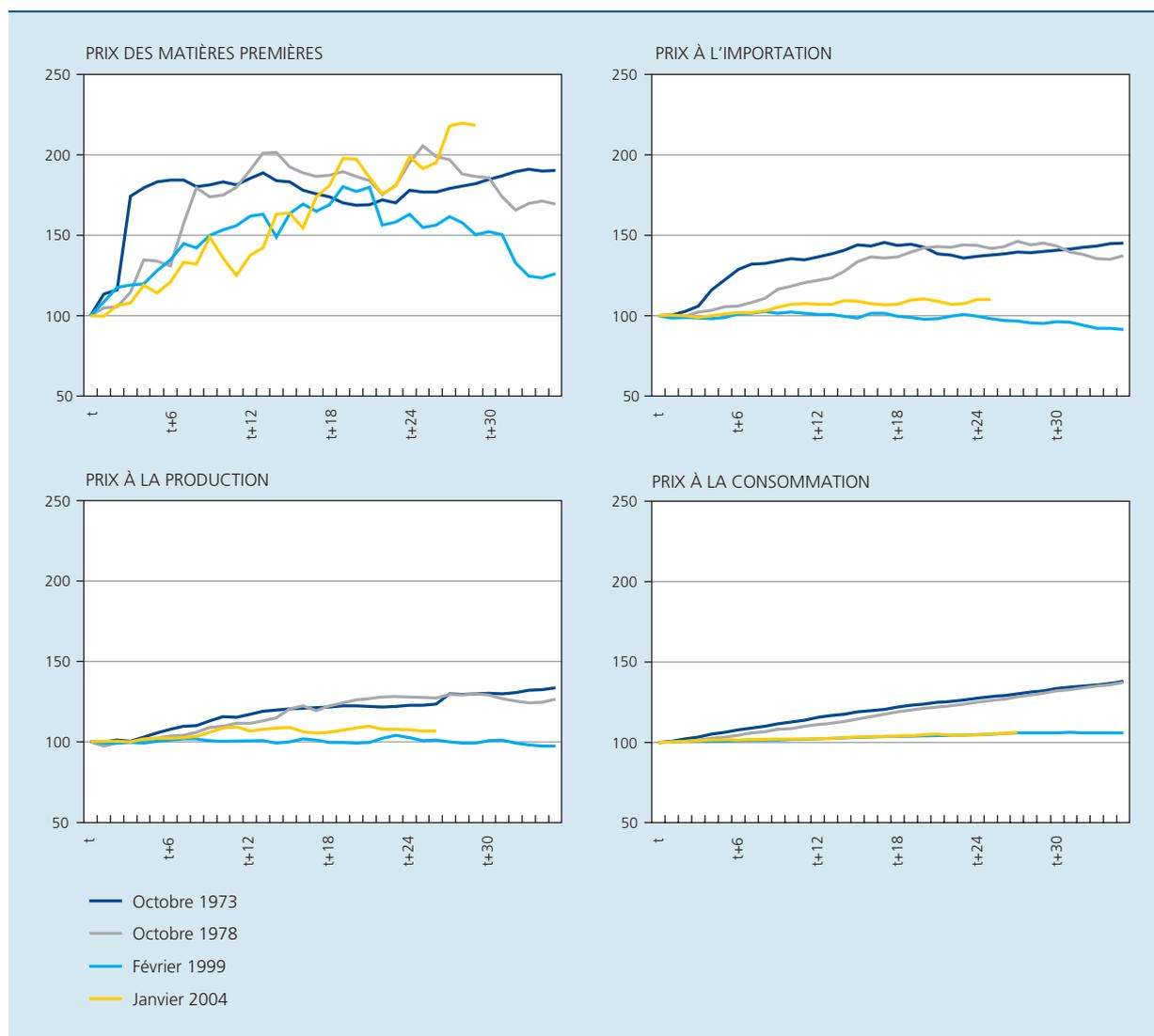
la composante énergie à l'inflation totale dans la zone euro s'est élevée à 0,8 point de pourcentage en 2005, contre en moyenne 0,2 point de pourcentage au cours de la période 1991-1999. En dépit de cet important effet direct, aucun effet indirect significatif ni aucun effet de second tour ne semble jusqu'à présent avoir été relevé. En 2005, les prix à la consommation des biens industriels non énergétiques et ceux des services ont progressé de respectivement 0,3 et 2,1 p.c. dans la zone euro.

Cette transmission limitée de la hausse des prix des matières premières aux phases ultérieures de la production au cours de la dernière période apparaît clairement lorsque l'on compare quatre périodes de hausse des prix des matières premières. Les périodes considérées commencent respectivement en octobre 1973 (premier choc pétrolier), en octobre 1978 (deuxième choc pétrolier), en février 1999 (hausse précédente des prix des matières premières) et en janvier 2004 (hausse actuelle des prix des matières premières). Cette comparaison fait apparaître que, même si la hausse actuelle des prix des matières premières est plus forte que celle des autres périodes, la transmission aux phases ultérieures du processus de production est demeurée bien plus réduite en comparaison des périodes précédentes. Les prix à l'importation n'ont en effet progressé que de 7,5 p.c. pendant les vingt-quatre mois suivant janvier 2004 (phase actuelle de hausse des prix des matières premières), un net contraste avec les hausses cumulées des prix à l'importation de respectivement 35,5 et 44,1 p.c. qui ont suivi les premier et deuxième chocs pétroliers. Une évolution similaire peut être observée pour les prix à la production et à la consommation au cours des deux périodes les plus récentes de hausse des prix des matières premières. Une analyse de l'évolution des coûts salariaux dans plusieurs pays de la zone euro au cours des périodes considérées de hausse des prix des matières premières permet de constater que les coûts salariaux ont eux aussi présenté une progression limitée pendant les deux dernières périodes de hausse des prix des matières premières, alors que les variations des coûts salariaux pendant et après les chocs pétroliers des années septante ont été très prononcées. L'absence de ce type d'effets de second tour au cours des périodes les plus récentes explique en grande partie la progression limitée de l'inflation à la suite des hausses des prix des matières premières.

Plusieurs facteurs peuvent être avancés afin d'expliquer pourquoi l'incidence inflationniste des hausses des prix des matières premières est demeurée si restreinte. Premièrement, la modification du régime de politique monétaire par rapport aux années septante peut être invoquée. L'importance primordiale que les banques centrales ont accordée à la stabilité des prix a en effet permis un meilleur ancrage des attentes inflationnistes.

GRAPHIQUE 4 TRANSMISSION DES PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES AUX PRIX À L'IMPORTATION, À LA PRODUCTION ET À LA CONSOMMATION DANS LES PAYS INDUSTRIALISÉS⁽¹⁾

(indices, données mensuelles⁽²⁾)



Sources : FMI, HWWA, BNB.

(1) Les pays industrialisés sont l'Allemagne, l'Australie, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la Finlande, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

(2) Les premiers mois sur les axes des abscisses correspondent respectivement à octobre 1973, octobre 1978, février 1999 et janvier 2004.

En conséquence, les hausses des prix des matières premières ne se sont pas traduites automatiquement par une hausse des attentes inflationnistes.

Deuxièmement, des modifications structurelles dans les économies industrialisées ont également contribué à limiter l'impact des prix des matières premières sur l'inflation. En premier lieu, la part de l'industrie dans le PIB a systématiquement reculé au cours des trente dernières années au profit du secteur tertiaire, qui présente une utilisation moins intensive des matières premières. La production de produits manufacturés s'est en effet partiellement

déplacée vers les pays à faibles coûts, ce qui a réduit la sensibilité des pays avancés aux fluctuations des prix des matières premières. De plus, l'industrie a rationalisé sa consommation de matières premières. Globalement, une unité produite nécessite moins de matières premières aujourd'hui que dans les années septante.

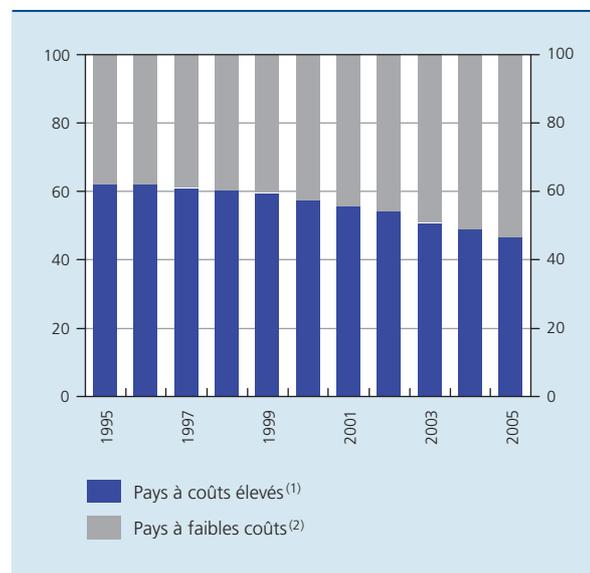
Troisièmement, la mondialisation peut également expliquer pourquoi la transmission des prix des matières premières aux phases ultérieures du processus de production a reculé. En effet, en raison de la concurrence accrue qui va de pair avec la mondialisation, les entreprises peuvent

plus difficilement augmenter leurs prix de vente en cas de hausse des prix des matières premières. D'un point de vue théorique, il ne peut en principe s'agir que d'un phénomène temporaire qui doit se limiter à la phase de réduction des marges jusqu'à ce que le niveau de concurrence parfaite soit atteint. Une fois les marges réduites, les entreprises se voient en effet plus que jamais contraintes de relever leurs prix de vente en cas de hausse des coûts de production. Il est cependant peu probable que les marges aient déjà enregistré une baisse comparable. En outre, la menace de délocalisation de la production vers les pays à faibles coûts modère les revendications salariales, même après une nette hausse des prix de l'énergie, ce qui tempère l'inflation. Enfin, il est possible que la transmission des hausses des prix des matières premières soit compensée par des baisses des prix de biens à forte intensité de main-d'œuvre importés des pays à faibles coûts. Cet aspect de la mondialisation est examiné ci-dessous.

1.2.2 Incidence de la hausse de l'offre de biens à forte intensité de main-d'œuvre

La mondialisation est souvent associée à une pression à la baisse sur les prix relatifs des biens importés à forte intensité de main-d'œuvre (voir par exemple Kamin, Marazzi et Schindler, 2006). La mondialisation a en effet considérablement accru les capacités de production mondiales et a très nettement augmenté la part représentée par les pays à faibles coûts dans le commerce mondial. En conséquence, la hausse des prix à l'importation ralentit à mesure qu'augmente la part des importations finales en provenance des pays à faibles coûts. Cet effet direct sur l'inflation s'exprime surtout dans la composante des biens non énergétiques de l'indice des prix à la consommation. Les importations intermédiaires meilleur marché en provenance des pays à faibles coûts peuvent également exercer une pression sur les coûts de production des entreprises nationales, ce qui modère indirectement l'inflation lorsque cette baisse des coûts de production est répercutée sur le consommateur final. En outre, l'intensification de la concurrence internationale peut freiner temporairement l'inflation par le biais de quatre autres canaux. Premièrement, les entreprises nationales peuvent se voir contraintes de réduire leurs marges bénéficiaires en vue de rester compétitives sur le marché international. Deuxièmement, la mondialisation exerce une influence modératrice sur les hausses réelles des salaires, étant donné que les travailleurs ressentent la concurrence d'un groupe important de travailleurs potentiels et que les employeurs sont peu enclins à octroyer des hausses salariales réelles car ils souhaitent rester compétitifs. Troisièmement, l'intensification de la concurrence internationale peut également entraîner la productivité des pays industrialisés à la hausse. Les entreprises sont en

GRAPHIQUE 5 STRUCTURE GÉOGRAPHIQUE DES IMPORTATIONS DE PRODUITS MANUFACTURÉS DANS LA ZONE EURO
(en pourcentage de l'importation en valeur hors de la zone euro)



Sources : CE et calculs propres.

(1) Les pays à coûts élevés sont l'Australie, le Canada, le Danemark, les États-Unis, le Japon, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

(2) Les pays à faibles coûts sont les autres pays hors de la zone euro.

effet poussées à investir davantage dans la recherche et le développement afin d'augmenter leur productivité, ce qui leur procure également un avantage en termes de coûts. De plus, un accroissement de la spécialisation internationale peut également permettre de tirer profit d'avantages comparatifs. Enfin, la baisse des prix relatifs des produits manufacturés peut éventuellement s'accompagner d'effets de second tour. La partie qui suit illustre les modifications de la structure géographique des importations de produits manufacturés en provenance de l'extérieur de la zone euro. L'influence à la baisse de l'augmentation de la part des importations en provenance des pays à faibles coûts sur les prix relatifs dans les différentes phases de production est illustrée ci-dessous pour deux catégories particulières de produits.

La répartition des importations de produits manufacturés⁽¹⁾ dans la zone euro en provenance de l'extérieur de la zone euro entre les produits importés des pays à coûts élevés et ceux importés des pays à faibles coûts met en évidence une augmentation de la part des importations en provenance des pays à faibles coûts entre 1995 et 2005.

(1) Les importations de produits manufacturés correspondent aux importations qui relèvent des rubriques 5 à 8 de la classification CTCI.

Encadré 1 – Influence des pays à faibles coûts sur l’inflation des pays industrialisés

Cet encadré présente les résultats de plusieurs études qui ont tenté d’évaluer l’influence de la part croissante des importations en provenance des pays à faibles coûts sur l’inflation des pays industrialisés.

Au moyen d’une régression, Kamin et al. (2006) ont relevé une importante relation statistique négative entre les variations sectorielles des prix à l’importation aux États-Unis et les variations de la part des importations en provenance de la Chine pour le secteur concerné. Leurs estimations suggèrent que, compte tenu de la progression du poids de la Chine dans les importations américaines, ce pays a fait baisser de quelque 0,8 point de pourcentage les variations des prix à l’importation aux États-Unis au cours de la dernière décennie. En recourant à une autre méthodologie, Kamin et al. (2006) ont calculé la contribution de la Chine aux variations des prix à l’importation de biens pour un grand nombre de pays industrialisés. Pour ce faire, les variations moyennes des prix à l’importation entre 1993 et 2001 sont ventilées par contribution, l’une de la Chine et l’autre du reste du monde. Les résultats font apparaître que les importations chinoises ont en moyenne fait baisser de 1,03 point de pourcentage par an les variations des prix à l’importation aux États-Unis au cours de la période considérée. La contribution de la Chine aux variations des prix à l’importation de biens dépend cependant fortement du poids de la Chine dans ces importations. Dans le cas de la Belgique par exemple, où la part des importations en provenance de la Chine ne s’élevait qu’à 2,7 p.c. en 2001, la contribution de la Chine aux variations des prix à l’importation est estimée à seulement –0,29 point de pourcentage par an.

DÉCOMPOSITION DES VARIATIONS ANNUELLES MOYENNES DES PRIX À L’IMPORTATION POUR LA PÉRIODE 1993-2001

(points de pourcentage, sauf mention contraire)

	Variations totales des prix à l’importation ⁽¹⁾	Effet du reste du monde	Effet de la Chine	Part de la Chine en 1993 ⁽¹⁾	Part de la Chine en 2001 ⁽¹⁾	Variation de la part
Belgique	–0,75	–0,48	–0,29	1,8	2,7	0,9
France	–1,40	–1,36	–0,04	2,6	4,1	1,5
Allemagne	–1,74	–1,56	–0,16	3,5	4,8	1,3
Japon	–0,75	0,44	–1,19	10,3	20,6	10,3
États-Unis	0,44	1,48	–1,03	9,2	14,3	5,1

Source : Kamin et al. (2006).

(1) Pourcentages.

Dans la dernière édition en date de ses *Perspectives économiques*, l’OCDE donne une estimation de l’incidence des importations meilleur marché en provenance de la Chine et de l’Asie du Sud-Est sur le déflateur des dépenses intérieures de la zone euro et des États-Unis (OCDE, 2006). Selon les calculs de l’OCDE, les importations en provenance d’Asie ont freiné la progression du déflateur des dépenses intérieures de respectivement 0,28 et 0,11 point de pourcentage dans la zone euro et aux États-Unis entre 2001 et 2005. Dans la première moitié des années nonante, cet effet modérateur ne s’élevait qu’à 0,03 point de pourcentage pour les deux économies, tandis que les importations en provenance d’Asie ont apporté une contribution positive de 0,05 point de pourcentage dans la zone euro et une contribution négative de 0,12 point de pourcentage aux États-Unis pendant la seconde moitié des années nonante.



Selon le FMI (FMI, 2006), l'effet d'une baisse des prix réels à l'importation sur les variations des prix à la consommation dans un groupe d'économies avancées est plutôt limité et disparaît relativement rapidement, à savoir après environ trois ans. Des simulations réalisées sur la base de ces évaluations font apparaître que la baisse des prix à l'importation (hors produits pétroliers), qui s'est avérée plus rapide que la moyenne entre 1997 et 2005, a globalement fait reculer l'inflation de 0,16 point de pourcentage dans un groupe d'économies avancées. Pour les États-Unis, cet effet modérateur est estimé à 0,46 point de pourcentage.

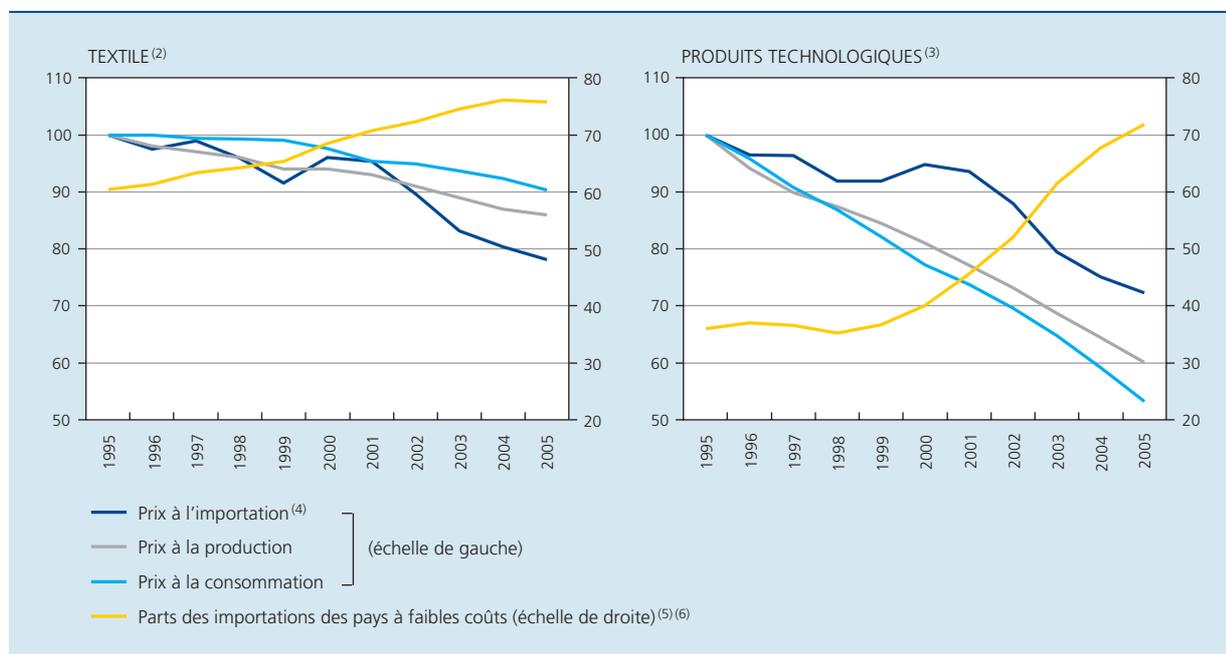
Dans l'ensemble, si les effets estimés de la mondialisation sur l'inflation agrégée semblent limités, ils dépendent fortement de la période étudiée, de la méthodologie utilisée et de l'indice de prix considéré.

La part en valeur des importations en provenance des pays à faibles coûts dans l'ensemble des importations de produits manufacturés en provenance de l'extérieur de la zone euro a progressé au cours de la période considérée, de 38 à 53 p.c. Cette part croissante des importations en provenance des pays à faibles coûts pourrait vraisemblablement modérer les prix à l'importation des produits

manufacturés et, à un stade ultérieur, les prix à la production et à la consommation. La partie qui suit illustre cet aspect pour deux catégories particulières de produits, dont la proportion des importations en provenance des pays à faibles coûts a fortement augmenté pendant la période considérée, tandis que l'encadré 1 passe en revue plusieurs études qui ont tenté d'évaluer l'influence

GRAPHIQUE 6 BAISSÉ DES PRIX RELATIFS DU TEXTILE ET DES PRODUITS TECHNOLOGIQUES DANS LA ZONE EURO ⁽¹⁾

(indices 1995=100, sauf mention contraire ; données annuelles)



Sources : CE et calculs propres.

(1) Prix déflatés sur la base de l'IPCH.

(2) Les catégories des prix à l'importation et à la production et de l'IPCH sont respectivement « Fils, tissus, articles textiles façonnés non dénommés ailleurs et produits connexes », « Industrie textile et habillement » et « Habillement ».

(3) Les catégories des prix à l'importation et à la production et de l'IPCH sont respectivement « Appareils et équipements de télécommunication et pour l'enregistrement et la reproduction du son », « Fabrication d'équipements de radio, télévision et communication » et « Appareils de réception, d'enregistrement et de reproduction son et image ».

(4) Les prix à l'importation sont des valeurs unitaires.

(5) Les pays à faibles coûts sont tous les pays hors de la zone euro à l'exception de l'Australie, du Canada, du Danemark, des États-Unis, du Japon, de la Norvège, de la Nouvelle Zélande, du Royaume-Uni, de la Suède et de la Suisse.

(6) Pourcentages des importations totales en provenance des pays hors de la zone euro.

mécanisme de l'intégration des pays à faibles coûts sur l'inflation agrégée.

La part en valeur des importations en provenance des pays à faibles coûts dans la catégorie des produits textiles a progressé de manière constante, passant de 60 p.c. en 1995 à 76 p.c. en 2005. Cette part élevée et croissante des importations s'est traduite par une baisse des prix relatifs à l'importation, mesurés sur la base des valeurs unitaires, au cours de la période considérée. En termes réels, les prix à l'importation du textile ont reculé de 20 p.c. au cours des dix dernières années. Cette baisse des prix relatifs à l'importation a également entraîné un recul des prix relatifs à la production et à la consommation de ces produits, même si ces derniers ont enregistré un fléchissement moins marqué, étant donné que les coûts nationaux dans la phase de production et les marges de transport et de distribution ont présenté une évolution plus neutre.

La part des importations en provenance des pays à faibles coûts dans le secteur technologique a enregistré une progression encore plus spectaculaire, passant de 36 p.c. en 1995 à 71 p.c. en 2005. Les prix relatifs à l'importation, mesurés sur la base des valeurs unitaires, ont enregistré un net fléchissement dans ce secteur, de quelque 25 p.c. Pour cette catégorie de produits, il convient également de mentionner les importantes avancées technologiques, qui ont permis de produire ces biens à moindres coûts. Les éléments correspondants dans les indices des prix à la production et à la consommation ont enregistré une baisse encore plus marquée. La disparité entre l'évolution des valeurs unitaires des importations, d'une part, et celles des prix à la production et à la consommation, d'autre part, s'explique en grande partie par des différences dans les adaptations apportées afin de tenir compte de la qualité des produits. Les valeurs unitaires n'ont en effet pas été adaptées, ce qui peut biaiser l'évolution de leurs prix à la hausse, alors que cela a été le cas pour les indices des prix à la production et à la consommation.

Ces évolutions des prix laissent inférer que la mondialisation a influencé certaines variations des prix à l'importation et que ces baisses des prix relatifs ont été répercutées sur les prix à la consommation. Selon les études examinées dans l'encadré, l'effet de ces baisses des prix relatifs sur l'inflation agrégée semble néanmoins limité, même s'il est difficile de le quantifier avec exactitude.

2. La mondialisation a-t-elle diminué l'amplitude des variations cycliques de l'inflation ?

2.1 Une relation moins étroite entre l'inflation et la conjoncture économique intérieure

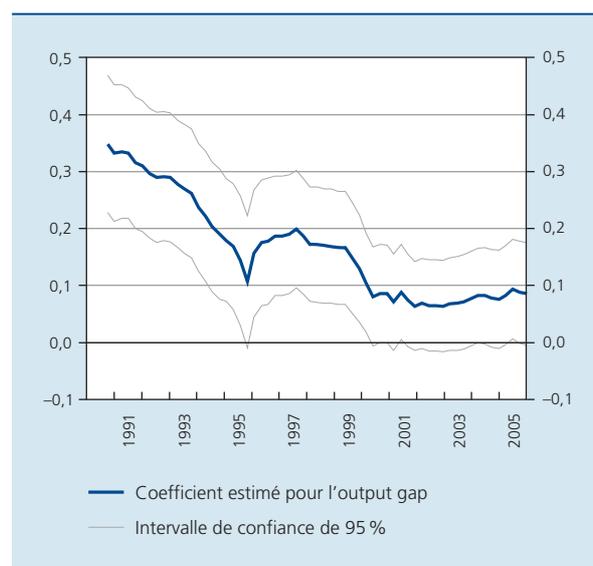
L'inflation est dans une certaine mesure influencée par le niveau de l'activité économique ou par la situation conjoncturelle et plus précisément par le volume de la demande excédentaire, telle qu'elle est mesurée par l'*output gap*⁽¹⁾. D'autres facteurs, tels que les attentes inflationnistes et l'incidence des chocs sur les coûts (chocs *cost-push*), permettent également d'expliquer l'évolution de l'inflation. La relation qui unit l'inflation à la situation conjoncturelle est généralement illustrée au moyen de la courbe de Phillips⁽²⁾. L'équation suivante peut être estimée pour la zone euro :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta GAP_{t-1} + \varepsilon_t$$

où π représente la variation annuelle de l'IPCH, GAP correspond à l'*output gap* et ε représente un terme d'erreur qui compense notamment l'incidence non modélisée des chocs sur les coûts. Les paramètres estimés sont μ , ρ et β , soit respectivement la constante,

GRAPHIQUE 7 ÉVOLUTION DU COEFFICIENT ASSOCIÉ À L'OUTPUT GAP⁽¹⁾ DANS LA ZONE EURO

(coefficient de régression de la courbe de Phillips en glissement sur vingt ans⁽¹⁾)



(1) L'*output gap* est défini comme le pourcentage d'écart entre le PIB réel et le PIB potentiel. La partie qui suit évalue le PIB potentiel en appliquant un filtre Hodrick-Prescott (avec un paramètre de lissage de 1600) au PIB réel en base trimestrielle.

(2) Pour un aperçu de l'évolution de la courbe de Phillips en Belgique, dans la zone euro et aux États-Unis, cf. BNB (2002).

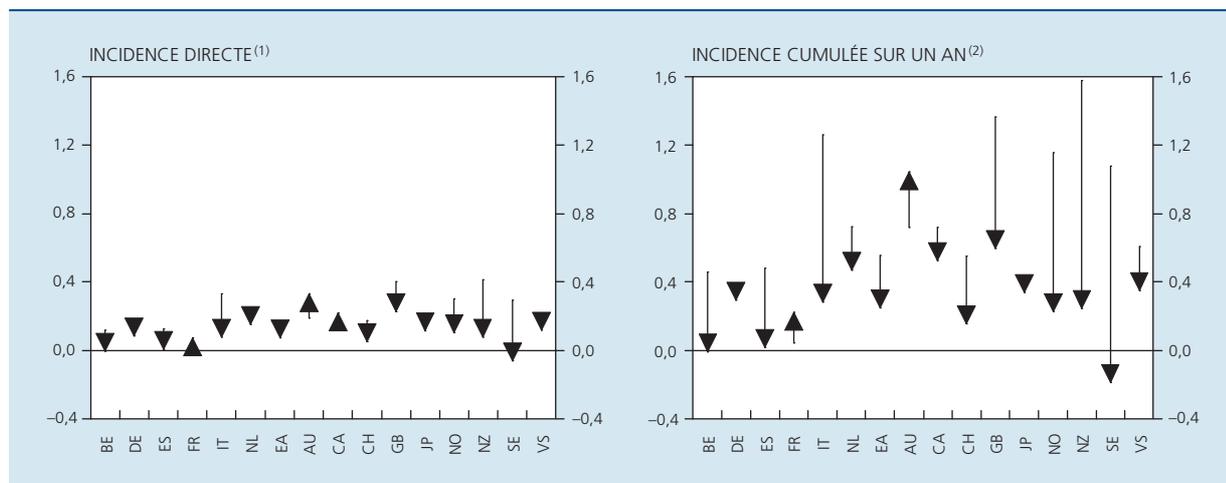
Source : Fagan, Henry et Mestre (2005), OCDE et calculs propres.

(1) Pour chaque période de vingt ans, se terminant par le trimestre considéré, le coefficient β est obtenu par l'estimation de l'équation suivante :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta GAP_{t-1} + \varepsilon_t$$

GRAPHIQUE 8 BAISSÉ DE L'INCIDENCE DE L'OUTPUT GAP SUR L'INFLATION

(le niveau indique la différence entre les périodes 1980-1992 et 1993-2005)



Sources : Fagan, Henry et Mestre (2005), FMI, OCDE et calculs propres.

(1) Pour chaque période, la variation du coefficient estimé β est obtenue par l'estimation de l'équation suivante :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta\text{GAP}_{t-1} + \varepsilon_t$$

(2) Pour chaque période, la variation de $\beta(1 + \rho + \rho^2 + \rho^3)$ est indiquée, sur la base des coefficients obtenus par l'estimation de l'équation suivante :

$$\pi_t = \mu + \rho\pi_{t-1} + \beta\text{GAP}_{t-1} + \varepsilon_t$$

la composante autorégressive, qui mesure la persistance de l'inflation, et la pente de la courbe de Phillips estimée. Cette équation est estimée sur la base des données trimestrielles pour la zone euro en glissement sur vingt ans. Chaque période comprend par conséquent quatre-vingts trimestres et glisse à chaque fois d'un trimestre. Cet exercice fait apparaître que plus les périodes considérées sont récentes, plus la courbe de Phillips s'aplatit. Tandis que la pente de la courbe de Phillips (β) était encore estimée à 0,35 entre le premier trimestre de 1971 et le quatrième trimestre de 1990, cette valeur a reculé pour atteindre 0,09 pour la dernière période considérée, du premier trimestre de 1986 au quatrième trimestre de 2005.

L'aplatissement de la courbe de Phillips traditionnelle exprimée en termes d'*output gap* domestique constaté dans la zone euro semble être un phénomène généralisé. L'influence qu'exerce l'*output gap* sur l'inflation recule en effet dans bon nombre de pays industrialisés. Ce constat ressort d'une estimation de l'équation ci-dessus pour un grand nombre de pays industrialisés et ce, pour deux périodes, l'une qui s'étend du premier trimestre de 1980 au quatrième trimestre de 1992 et l'autre du premier trimestre de 1993 au quatrième trimestre de 2005. Ces estimations font ressortir que l'influence immédiate sur l'inflation d'une augmentation de l'*output gap* de 1 p.c. (β) a fléchi dans la plupart des pays industrialisés concernés. L'incidence cumulée sur l'inflation d'une augmentation de l'*output gap* de 1 p.c. a également été calculée sur un

an⁽¹⁾. Dans quatorze des seize pays industrialisés concernés, l'influence de l'*output gap* domestique sur l'inflation entre 1993 et 2005 a fléchi par rapport à la période 1980-1992. L'ampleur de la modification varie cependant fortement d'un pays à l'autre. En Belgique, par exemple, une augmentation de l'*output gap* de 1 point de pourcentage aurait encore engendré un effet cumulé de 0,45 point de pourcentage sur l'inflation dans les années quatre-vingt, tandis qu'il n'aurait plus entraîné aucun effet significatif dans les années nonante. Le recul de l'incidence cumulée aurait encore été plus marqué en Italie, au Royaume-Uni, en Norvège, en Nouvelle Zélande et en Suède, alors qu'une nette hausse peut être enregistrée en France et en Australie. D'une manière générale, la sensibilité de l'inflation à l'*output gap* domestique a cependant baissé.

2.2 Explications possibles de l'aplatissement de la courbe de Phillips

Plusieurs facteurs peuvent être invoqués afin d'expliquer l'aplatissement de la courbe de Phillips. Une première série de facteurs est à attribuer au fait que la politique monétaire axée sur la stabilité des prix peut avoir exercé une influence à la baisse sur la pente de la courbe de Phillips. Premièrement, lorsque la politique monétaire visant la

(1) Cette incidence cumulée correspond à $\beta(1 + \rho + \rho^2 + \rho^3)$, étant donné que la persistance de l'inflation implique que l'effet d'une hausse de l'*output gap* exerce une plus longue influence sur l'inflation. La variation de l'incidence cumulée de l'*output gap* sur l'inflation correspond donc à une combinaison de la variation de l'incidence directe estimée (β) et de la persistance estimée de l'inflation (ρ).

stabilité des prix est crédible, les agents économiques ne voient pas, ou peu, leurs attentes inflationnistes en cas de modification des circonstances économiques, ce qui limite les fluctuations de l'inflation elle-même. De plus, l'importance accrue que les banquiers centraux ont accordée à la stabilité des prix les a probablement amenés à mieux contrôler l'incidence inflationniste des chocs sur les coûts. Cet aspect a engendré une plus faible variance de l'inflation, aux dépens d'une plus grande variance de l'*output gap*. Contrairement aux chocs de demande, des chocs sur les coûts placent en effet les responsables politiques devant le choix entre la stabilisation de l'inflation et la stabilisation de l'activité économique. La combinaison de l'augmentation de la variance de l'*output gap* et du recul de la variance de l'inflation entraîne un aplatissement de la courbe de Phillips *ex post*. Enfin, le recul de l'inflation et la baisse de sa volatilité peuvent avoir incité les entreprises à adapter moins fréquemment leurs prix, ce qui à son tour débouche sur une réduction de la pente de la courbe de Phillips.

Des modifications structurelles du processus de production dans les économies concernées peuvent constituer une deuxième explication importante de l'aplatissement de la courbe de Phillips. Une plus grande flexibilité des processus de production signifie en effet que la production peut être modifiée en cours de cycle économique sans entraîner d'importantes modifications des coûts marginaux, ce qui réduit les fluctuations de l'inflation⁽¹⁾.

La mondialisation peut constituer une troisième explication majeure de l'aplatissement de la courbe de Phillips. L'aplatissement de la courbe de Phillips semble en effet être un phénomène mondial, qui nécessite dès lors une explication au niveau mondial. Premièrement, dans une économie intégrée mondialement, les prix d'un nombre croissant de biens et services sont déterminés par des facteurs d'offre et de demande mondiaux plutôt que purement nationaux. Des variations de la demande de biens et services peuvent dès lors être satisfaites, du moins dans une certaine mesure, par la production étrangère, de telle sorte que l'effet inflationniste sur la production intérieure demeure limité. De plus, la forte concurrence étrangère peut limiter le pouvoir de marché des entreprises nationales, qui dès lors ne peuvent plus procéder qu'à de légères adaptations à la hausse de leurs prix en cas d'amélioration de la conjoncture. Un raisonnement similaire peut être suivi pour les salaires: en présence d'une amélioration conjoncturelle, les

revendications salariales demeureront également limitées en raison de la menace réelle ou virtuelle de délocalisation. D'un point de vue théorique, l'influence modératrice de la restriction du pouvoir de marché sur la cyclicité de l'inflation devrait se limiter à la phase de réduction des marges. Une fois les marges suffisamment réduites, les entreprises se voient cependant contraintes de répercuter des hausses de coûts, de telle sorte que la mondialisation peut, à terme, accroître la cyclicité de l'inflation.

Dans l'édition la plus récente de ses *Perspectives économiques mondiales*, le FMI tente de déterminer l'importance relative des différents facteurs pouvant expliquer l'aplatissement de la courbe de Phillips au niveau national (FMI, 2006). Les résultats, qui se fondent sur un panel de neuf pays industrialisés, font apparaître que la plus grande ouverture, d'une part, et la crédibilité accrue de la politique monétaire, d'autre part, expliquent chacune environ pour moitié la réduction de la pente de la courbe de Phillips.

Selon Borio et Filardo (2006), les facteurs de demande et d'offre mondiaux ont joué un rôle plus important dans l'explication des mouvements cycliques de l'inflation. En augmentant la courbe de Phillips à l'aide d'un *output gap* mondial, qui permet de mesurer la situation conjoncturelle mondiale, et en l'évaluant par glissement pour un panel de dix-sept pays industrialisés, ils ont constaté que le coefficient pour l'*output gap* mondial s'éloignait de plus en plus de zéro au cours des périodes les plus récentes. Même si les résultats doivent être interprétés avec prudence, ils semblent mettre en évidence que les facteurs de demande et d'offre mondiaux jouent un rôle toujours plus important dans les mouvements cycliques de l'inflation, et ce surtout pour les observations à partir de 2000⁽²⁾.

Ciccarelli et Mojon (2005) ont mis en évidence, pour un grand nombre de pays industrialisés, que l'inflation nationale est entraînée par une mesure de l'inflation mondiale, qui explique à elle seule 70 p.c. de la variance des statistiques d'inflation nationales. Ils ont en outre relevé des éléments indiquant une courbe de Phillips au niveau mondial, en ce sens que l'inflation mondiale peut en partie être imputée à l'activité mondiale réelle, mesurée sur la base du taux de croissance de la production industrielle. Ces deux constats suggèrent que des facteurs mondiaux jouent un rôle dans l'inflation nationale.

Dans l'ensemble, il existe donc assez bien d'éléments indiquant un recul de la cyclicité de l'inflation. Étant donné qu'un nombre considérable de facteurs potentiels peuvent expliquer cette évolution, il est néanmoins difficile de déterminer la contribution spécifique de chaque facteur et plus particulièrement la mesure dans laquelle ce phénomène a été influencé par la mondialisation croissante.

(1) Les fondements microéconomiques de la courbe de Phillips néokeynésienne associent en effet en premier lieu l'inflation aux écarts entre les coûts marginaux réels et leur niveau d'équilibre. Sous certaines conditions, ils présentent une relation linéaire et positive avec l'*output gap*, de telle sorte que la courbe de Phillips est souvent exprimée en fonction de cette dernière variable.

(2) Le chapitre 4 du rapport annuel de la BRI fournit également quelques éléments à ce sujet (BRI, 2006).

3. La mondialisation a-t-elle rompu la relation entre les taux directeurs et les taux à long terme ?

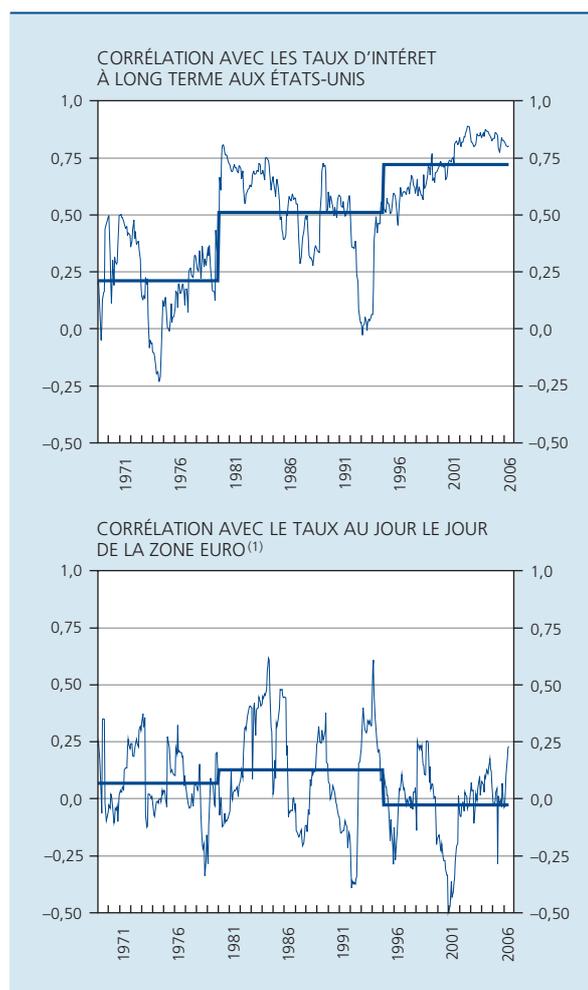
Ces dernières années, les taux d'intérêt à long terme dans les pays industrialisés ont montré une plus grande similitude qu'auparavant. Bien que les tendances à la hausse et à la baisse aient souvent été parallèles dans les années septante et quatre-vingt, on notait des différences de niveau considérables. Durant ces années, les écarts des taux reflétaient dans une large mesure les différences entre les niveaux d'inflation dans les différents pays. En revanche, si on regarde les variations des taux d'intérêt à long terme au cours de la période récente, celles-ci semblent plus fortement corrélées. Bien que les coefficients de corrélation calculés pour une série de périodes glissantes de vingt-quatre mois entre les variations des taux à long terme aux États-Unis et dans la zone euro⁽¹⁾ connaissent une évolution particulièrement volatile, plusieurs tendances se dégagent malgré tout. Pour la série de périodes se terminant entre 1969 et 1980, le coefficient de corrélation mobile a considérablement fluctué autour d'une moyenne de 0,21, sans toutefois présenter une tendance marquée. Pour la série de périodes se terminant entre 1981 et 1994, le coefficient de corrélation moyen de 0,51 est nettement plus élevé, bien que, ici non plus, on ne puisse distinguer une tendance marquée. Depuis le milieu des années nonante, en revanche, le coefficient de corrélation mobile a continué à progresser pour atteindre une moyenne de 0,72 pour la série de périodes se terminant entre 1995 et 2006. La tendance semble en outre à la hausse et, effectivement, le coefficient de corrélation est d'environ 0,8 au cours de la dernière période examinée. Tout cela montre clairement que les variations des taux à long terme évoluent de manière plus synchronisée.

Étant donné cette cohérence internationale accrue des taux d'intérêt, la question se pose de savoir dans quelle mesure les variations des taux à long terme en Europe sont encore liées aux changements des principaux taux d'intérêt de l'Eurosystème. Les coefficients de corrélation mobiles entre les variations du taux européen au jour le jour et des taux européens à long terme, également calculés sur des périodes de vingt-quatre mois, montrent que le lien international plus étroit des taux à long terme ne signifie pas nécessairement que la corrélation diminue en Europe entre les variations des taux à long terme et du taux au jour le jour. Ainsi, cette corrélation était déjà très petite en Allemagne pour les périodes se terminant entre 1969 et 1994, ce qui pourrait s'expliquer par la crédibilité de la politique monétaire allemande⁽²⁾.

Cette corrélation est cependant légèrement négative pour la série de périodes se terminant entre 1994 et 2006. Aux États-Unis, on observe un schéma identique, suggérant que la faible relation entre le taux directeur et le taux à long terme n'est pas un phénomène exclusivement européen, imputable à l'influence dominante des taux à long terme américains. Ainsi, les taux à long terme aux États-Unis ont augmenté de 40 points de base seulement au cours de la période allant de juin 2004 à mai 2006 inclus, tandis que la *Federal Reserve* augmentait le taux des *fed funds* de 400 points de base au cours de cette même période.

GRAPHIQUE 9 CORRÉLATION ENTRE LES VARIATIONS DU TAUX À LONG TERME DANS LA ZONE EURO ET CELLES, RESPECTIVEMENT, DES TAUX À LONG TERME AUX ÉTATS-UNIS ET DU TAUX AU JOUR LE JOUR DANS LA ZONE EURO⁽¹⁾

(coefficient de corrélation mobile pour des périodes de vingt-quatre mois⁽²⁾)



Source : BRI et calculs propres.

(1) Zone euro pour la période 1999-2006 et Allemagne pour la période 1967-1998.

(2) Périodes de vingt-quatre mois se terminant au cours du mois examiné.

(1) Zone euro pour la période 1999-2006 et Allemagne pour la période 1967-1998.

(2) Christiansen et Pigott (1997) fournissent quelques arguments dans ce sens.

Une première explication possible du découplage des taux directeurs et des taux à long terme est l'ancrage plus solide des attentes d'inflation, de sorte que les fluctuations du taux à court terme sont considérées comme un phénomène temporaire et ne donnent donc pas lieu à des modifications des taux à long terme.

Par ailleurs, la mondialisation croissante joue un rôle considérable dans la baisse du rendement notamment des obligations d'État américaines. En effet, le solde d'épargne considérable, accumulé par les économies émergentes et les pays producteurs de pétrole, est utilisé en partie pour financer l'important déficit d'épargne de l'économie américaine. Depuis 2000, la demande extérieure d'effets publics américains semble avoir beaucoup augmenté, surtout de la part des instances officielles. Il semble également que les pays asiatiques conservent plus d'effets publics américains depuis 2000, un phénomène probablement lié à la politique des banques centrales asiatiques pour lutter contre une appréciation de leur monnaie. Bien qu'il soit impossible d'évaluer avec précision l'incidence sur les taux à long terme de ces flux de capitaux vers les États-Unis, il semble très plausible que la forte demande de la part des banques centrales asiatiques ait eu un effet important à la baisse sur les taux américains à long terme.

La forte demande d'obligations d'État à longue échéance a en outre été stimulée par la combinaison d'une abondance de liquidités et d'une aversion accrue au risque sur les marchés financiers après les pertes boursières considérables de 2000-2002. Par ailleurs, les entreprises d'assurances et les fonds de pension veulent mieux faire correspondre la durée de leurs actifs à celle de leurs engagements, notamment dans le cadre des nouvelles règles comptables IAS/IFRS. Elles demandent donc également plus d'effets publics sans risques à plus longue échéance.

4. Implications possibles pour la politique monétaire

Cette section examine quelles sont les éventuelles implications en matière de politique monétaire des trois tendances économiques susmentionnées et leur relation avec le phénomène de la mondialisation.

En ce qui concerne l'inflation basse et stable, on peut dire que, dans les pays industrialisés en tout cas, elle résulte plutôt d'une meilleure conduite de la politique monétaire que de la mondialisation croissante. La mondialisation grandissante va toutefois de pair avec des changements considérables des prix relatifs des produits

et des facteurs de production. À plus long terme, ces changements de prix relatifs sont, en principe, neutres pour l'inflation mais à court terme, ils peuvent exercer une incidence. Dans la mesure où la mondialisation est en outre un processus progressif et persistant, il ne faut cependant pas exclure que l'inflation ait été (et soit à l'avenir) influencée, sur une relativement longue période, par une succession d'effets qui sont, chacun séparément, en principe, de courte durée. L'impact net de ces effets à court terme est toutefois difficile à déterminer. Cependant, le deuxième encadré tend à montrer que les répercussions de la mondialisation par le canal des importations étaient légèrement positives au cours des sept dernières années (1999-2005), dans la zone euro, mais nettement moins que ne le suggère l'écart entre l'inflation totale d'une part et la tendance sous-jacente de l'inflation d'autre part. Par ailleurs, l'inflation a subi un impact à la baisse aussi, surtout en raison de l'évolution salariale modérée, de sorte que la mondialisation a également influencé l'inflation d'origine domestique. L'effet total est donc sans doute à la baisse, mais il est difficile à identifier a posteriori parce que la politique monétaire accommodante a fait contrepoids dans de grandes parties du globe. L'effet total peut en outre varier dans le temps et parfois même changer de signe, ce qui complique l'analyse économique et, partant, la politique monétaire.

Dans ce contexte, le défi pour la politique monétaire consiste à tolérer les effets directs et indirects de ces changements de prix relatifs, tout en évitant l'apparition d'effets de second tour. Aujourd'hui, la plupart des banques centrales tolèrent les effets de premier tour d'un choc à la hausse des prix relatifs. Ainsi, elles ne réagissent pas directement par une hausse du taux d'intérêt, quand l'inflation est supérieure à l'objectif fixé à la suite d'une forte augmentation des prix des matières premières; elles le font seulement s'il y a danger d'effets de second tour. Les chocs à la baisse des prix relatifs, auxquels la mondialisation peut conduire, requièrent, mutatis mutandis, une réaction comparable, bien que la symétrie de ce raisonnement soit parfois remise en question. En d'autres termes, les effets de premier tour d'un choc positif de l'offre doivent être tolérés aussi et ne doivent donc pas conduire immédiatement à un assouplissement de la politique monétaire, à moins que des attentes d'inflation à la baisse ne fassent craindre une déflation.

En effet, la mondialisation est souvent associée aux risques déflationnistes et les réactions qu'ils suscitent prennent de nombreuses formes. Ainsi, le FMI (2006) plaide pour un objectif d'inflation suffisamment élevé, pour que les chocs positifs de l'offre ne mènent pas trop

Encadré 2 – Indicateurs d’inflation dans un contexte de mondialisation

L’inflation totale – l’IPCH (indice des prix à la consommation harmonisé) dans la zone euro – est entièrement influencée à court terme par les changements de prix relatifs liés à la mondialisation. C’est pour cela précisément que l’on recourt souvent au concept de tendance sous-jacente de l’inflation, qui présente généralement la caractéristique d’être moins influencée par l’impact des changements des prix relatifs. En outre, elle est réputée mesurer surtout la pression inflationniste d’origine intérieure.

Toutefois, la notion traditionnelle de tendance sous-jacente de l’inflation, à savoir l’IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie, examine les changements de prix relatifs, à la suite de la mondialisation, de manière asymétrique, et sa pertinence pour mesurer la pression inflationniste intérieure a donc été remise en question récemment (BCE, 2005). En effet, l’effet à la hausse des produits énergétiques est retiré de la mesure tandis que

INDICATEURS D’INFLATION DANS LA ZONE EURO

(pourcentages de variation par rapport à l’année précédente)

	Moyenne pour la période 1999-2005		2005	
Inflation totale ⁽¹⁾	2,0]	2,2]
Déflateur du PIB	1,9]	1,8]
Tendance sous-jacente de l’inflation ⁽²⁾	1,7]	1,5]
<i>p.m. Coût salarial par unité produite</i>	1,6		1,3	

Source : CE.

(1) Mesuré à l’aide de l’IPCH.

(2) Mesuré à l’aide de l’IPCH sans prendre en compte les produits alimentaires non transformés et l’énergie.

l’effet total à la baisse sur les prix des produits manufacturés – qui résulte à la fois des importations meilleur marché et de la modération des coûts à l’intérieur du pays – y est toujours repris. Le déflateur du PIB en revanche mesure uniquement l’évolution des prix de la valeur ajoutée domestique et, en principe, il n’est donc pas influencé par l’évolution des prix à l’importation. Il subit dès lors uniquement l’incidence éventuelle de la mondialisation sur l’évolution des coûts intérieurs, soit par la modération salariale, par l’augmentation de la productivité ou par la réduction des marges bénéficiaires. En comparant l’évolution de la tendance sous-jacente de l’inflation et celle du déflateur du PIB, on peut ainsi se faire une idée globale de l’effet sur l’inflation des importations moins chères de produits manufacturés. Si l’évolution de la tendance sous-jacente de l’inflation est inférieure à celle du déflateur du PIB, on peut conclure que l’importation moins chère de produits à forte intensité de main-d’œuvre apporte une contribution négative substantielle à l’évolution de l’inflation. Il faut toutefois remarquer que le déflateur du PIB tient compte de l’évolution du prix de toute la valeur ajoutée et pas uniquement de celle qui est comprise dans la consommation privée.

Sur l’ensemble de la période 1999-2005, l’évolution de la tendance sous-jacente de l’inflation a été inférieure à celle du déflateur du PIB, ce qui indique que l’incidence des prix à l’importation sur la tendance sous-jacente de l’inflation est négative. Pour la période 1999-2005, cet effet a été en moyenne de –0,2 point de pourcentage par an. Globalement, dans les circonstances actuelles, la tendance sous-jacente de l’inflation semble sous-estimer la pression inflationniste intérieure. Cette sous-estimation est un peu plus importante que la surestimation de la pression

inflationniste intérieure si l'on se base sur l'inflation totale, puisque celle-ci était supérieure au déflateur du PIB de 0,1 point de pourcentage en moyenne au cours de la période étudiée.

L'incidence des changements de prix relatifs générés par le canal des importations est encore plus prononcée en 2005. L'effet à la hausse des importations d'énergie serait de 0,7 point de pourcentage, tandis que l'effet à la baisse dû aux importations de produits manufacturés serait de 0,3 point de pourcentage. Cela semble indiquer que l'effet net causé par la mondialisation sur l'inflation totale IPCH par le biais de l'évolution des prix à l'importation à la fois des matières premières et des produits manufacturés a été légèrement positif au cours des six dernières années, à hauteur de 0,1 point de pourcentage par an, et plus positif en 2005, avec 0,4 point de pourcentage. Ces effets sont toutefois nettement moindres que si l'on se base sur la différence entre l'inflation totale et la tendance sous-jacente de l'inflation.

Une grande carence de l'analyse proposée est qu'elle ne tient pas compte de l'effet de la mondialisation sur l'évolution du prix de la valeur ajoutée intérieure. En comparant l'évolution du prix des différentes composantes du déflateur du PIB, on peut toutefois examiner comment la rétribution des divers facteurs de production évolue. Il en ressort que, dans la zone euro, l'évolution des coûts salariaux par unité produite accuse un retard systématique sur celle du déflateur du PIB, ces dernières années, ce qui indique une baisse de la part des salaires dans la valeur ajoutée. Cette évolution n'est sans doute pas sans rapport avec la mondialisation, étant donné que l'élargissement de l'offre mondiale de main-d'œuvre pèse en principe sur son prix relatif.

rapidement à une situation de déflation⁽¹⁾. D'autres, dont White (2006), posent la question de savoir s'il ne faut pas plutôt abaisser l'objectif d'inflation pour tenir compte du fait que la mondialisation est un processus progressif et peut donc avoir un impact modérateur sur l'inflation pendant une plus longue période. En effet, si le caractère de premier tour de cet effet modérateur est insuffisamment pris en considération, la politique monétaire risque d'être trop expansionniste et partant, de contribuer à des déséquilibres sur les marchés financiers et de l'immobilier.

Une solution consiste à laisser l'objectif d'inflation inchangé, en raison de son rôle crucial en tant qu'ancrage nominal, mais à l'utiliser de manière suffisamment flexible et donc à ne pas réagir mécaniquement à un écart entre l'inflation observée et l'objectif d'inflation. Cela requiert une analyse en profondeur de l'évolution de l'inflation, visant à distinguer la tendance plus fondamentale, qui fait abstraction des effets de premier tour résultant de la mondialisation. À cet effet, l'analyse des risques pour la stabilité des prix doit être étayée par un éventail aussi large que possible d'informations et d'indicateurs. Cette vaste analyse n'est pas seulement requise pour servir de base à la politique monétaire mais elle sert également à la communication quant à la politique menée, de sorte qu'elle

contribue à une perception correcte à la fois de la nature des chocs et de l'écart éventuel entre l'inflation observée et l'objectif d'inflation. Cela doit permettre de garantir la crédibilité de la banque centrale, même quand l'inflation s'écarte temporairement de l'objectif d'inflation.

Les constatations relatives à l'aplatissement de la courbe de Phillips et à la liaison moins étroite entre les taux directeurs et les taux à long terme suggèrent que l'efficacité de la politique monétaire par le canal traditionnel des taux d'intérêt a diminué ces dernières années. En effet, une variation de l'inflation requiert une plus grande modification de l'*output gap* qui, en supposant que les *output gaps* soient influencés surtout par les taux à long terme, requiert à son tour un plus grand changement du taux directeur.

L'interprétation ne doit cependant pas être à ce point négative. Tant l'aplatissement de la courbe de Phillips que la liaison plus lâche entre les taux directeurs et les taux à long terme semblent en effet résulter dans une large mesure de l'amélioration de la conduite de la politique monétaire et de la crédibilité accrue de la banque centrale qui y est liée. Mais cela signifie aussi que ces changements ne sont pas inconditionnellement acquis et pourraient disparaître rapidement si la politique monétaire venait à perdre sa crédibilité en voulant trop stimuler l'activité économique, en supposant que la réaction de l'inflation soit limitée.

(1) À cet égard, on peut se référer également aux études de fond concernant le *zero lower bound* de l'intérêt nominal, réalisées lors de l'évaluation de la stratégie de politique monétaire de la BCE (BCE, 2003). Il ressort de ces études que l'objectif d'inflation quantitatif actuel de la BCE (inflation en dessous mais proche de 2 %) est suffisamment élevé pour absorber l'impact des chocs déflationnistes.

Il ne faut pas exclure par ailleurs qu'une série de changements structurels extérieurs à l'influence de la banque centrale, notamment la mondialisation, ont une part dans l'explication de l'aplatissement de la courbe de Phillips et le découplage des taux à long et court termes. Même dans ce cas, les conséquences de la transmission plus faible par le canal traditionnel des taux doivent être nuancées. Premièrement, il y a surtout des problèmes éventuels en cas de chocs sur les coûts, étant donné qu'une courbe de Phillips plus plate signifie en même temps que les chocs de demande entraînent un impact inflationniste plus petit qu'avant et requièrent une réaction plus faible. Deuxièmement, une des causes possibles d'une courbe de Phillips aplatie, à savoir la diminution de la transmission des facteurs de coûts dans les prix et l'augmentation connexe de la rigidité des prix, est en principe un phénomène temporaire qui caractérise uniquement la phase de réduction des marges. Une fois les marges réduites, en revanche, l'économie devrait être plus flexible qu'à l'origine. Pendant la phase de transition, ce phénomène limite en outre l'incidence inflationniste des chocs sur les coûts. Troisièmement, la politique monétaire peut essayer de renforcer son emprise sur les taux à long terme en pratiquant une communication claire concernant l'analyse économique et monétaire effectuée, les risques de stabilité des prix et, si c'est jugé opportun, les futures décisions prévues en matière de politique monétaire (Woodford, 2005). Enfin, il ne faut pas perdre de vue qu'il existe bien d'autres canaux de transmission non abordés ici et dont l'efficacité n'a peut-être pas été touchée par la mondialisation.

Conclusion

La mondialisation, qui s'est nettement accélérée depuis le milieu des années nonante, a entraîné d'importantes évolutions économiques. Le présent article a commenté trois conséquences possibles de la mondialisation qui peuvent être pertinentes pour la politique monétaire. Il a ensuite examiné les éventuelles implications des trois tendances examinées pour cette même politique.

Le faible niveau et la stabilité de l'inflation semblent davantage découler d'améliorations de la conduite de la politique monétaire que de la mondialisation croissante. L'intégration des économies émergentes s'accompagne cependant d'importantes variations des prix relatifs. Ainsi, les prix relatifs des matières premières ont augmenté et les prix relatifs des biens à forte intensité de main-d'œuvre ont reculé. Même si à terme, ces fluctuations des prix relatifs sont en principe neutres pour l'inflation, elles peuvent constituer un défi pour la politique monétaire. L'analyse qui sous-tend la politique monétaire doit dès lors

plus que jamais reposer sur l'éventail le plus large possible d'informations et d'indicateurs, afin d'identifier à temps les risques fondamentaux, à la hausse comme à la baisse, pour la stabilité des prix.

L'aplatissement de la courbe de Phillips classique observé dans la zone euro semble être un phénomène mondial, qui peut s'expliquer tant par les améliorations de la conduite de la politique monétaire que par les changements structurels dans les économies des pays industrialisés, tels que la mondialisation. Un aplatissement de la courbe de Phillips suggère que, les coûts à court terme, en termes de production, du recul de l'inflation ont augmenté. Ce constat doit cependant être nuancé, étant donné que l'aplatissement de la courbe de Phillips découle aussi de la crédibilité de la politique monétaire et que l'incidence inflationniste des chocs sur les coûts semble relativement restreinte dans le contexte de concurrence internationale croissante.

En raison notamment de l'intégration financière mondiale, les taux d'intérêt à long terme présentent une plus grande synchronisation au niveau international, tandis qu'un lien plus faible entre les taux directeurs et les taux d'intérêt à long terme peut être relevé. Ces évolutions semblent impliquer une perte d'efficacité du canal traditionnel des taux d'intérêt. Il convient toutefois de nuancer ce constat, étant donné que la dissociation des taux d'intérêt à long terme s'explique en grande partie par un important ancrage des attentes inflationnistes. De plus, une bonne communication quant aux analyses économiques et monétaires effectuées peut constituer un instrument supplémentaire pour guider les taux d'intérêt à long terme.

Bibliographie

Barro R. et D. Gordon (1983), « A positive theory of monetary policy in a natural-rate model », *Journal of Political Economy*, 91(4), 589-910.

BCE (2003), « The outcome of the ECB's evaluation of its monetary policy », *Bulletin mensuel de la BCE*, juin, 79-92.

BCE (2005), « Editorial », *Bulletin mensuel de la BCE*, décembre, 5-7.

BNB (2002), « La courbe de Phillips: une histoire mouvementée », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, 4^e trimestre, 51-59.

Borio C. et A. Filardo (2006), *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*, mimeo.

BRI (2006), *Rapport annuel*.

Christiansen H. et C. Pigott (1997), *Long-term interest rates in globalised markets*, Département d'économie de l'OCDE, Document de travail 175.

Ciccarelli M. et B. Mojon (2005), *Global inflation*, ECB Working Paper Series 537.

Dhyne E. (2005), « Persistence de l'inflation et fixation des prix dans la zone euro: Résultats de l'Eurosystem Inflation Persistence Network », *Revue économique de la Banque nationale de Belgique*, 4^e trimestre, 17-38.

Fagan G., J. Henry et R. Mestre (2005), « An area-wide model for the euro area », *Economic Modelling*, 22(1), 39-59.

FMI (2006), *World Economic Outlook*.

Kamin S., M. Marazzi et J. Schindler (2006), « The impact of Chinese exports on global import prices », *Review of International Economics*, 14(2), 179-201.

OCDE (2006), *Perspectives économiques N° 79*.

Rogoff K. (2003), « Globalization and global disinflation », *Federal Reserve Bank of Kansas City -Economic Review*, 4, 45-78.

White W. (2006), *Is price stability enough?*, BIS Working Paper 205.

Woodford M. (2005), « Central bank communication and policy effectiveness » in Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.), *The Greenspan era: lessons for the future*, Jackson Hole, 399-474.