

Eric CHANEY*Directeur général et chef économiste pour l'Europe**Morgan Stanley*

Si je devais résumer en une phrase la thèse du professeur Taylor, je dirais ceci : « En matière de politique monétaire, le meilleur moyen de faire face à la globalisation consiste à ignorer le discours sur ce thème ». Même si j'adhère largement à cette audacieuse conclusion, je vais faire de mon mieux pour la soumettre à débat. Mais tout d'abord, je voudrais dire que je suis impressionné par la méthode utilisée par le professeur Taylor. Cette méthode n'est autre que celle du « doute méthodique » préconisé par René Descartes, ce qui semble tout à fait approprié à ce colloque tenu en France, bien que ce grand mathématicien et philosophe ait passé la plus grande partie de sa vie intellectuelle dans le pays du gouverneur Nout Wellink. Plus précisément, le professeur Taylor examine plusieurs mécanismes généralement associés à la globalisation, atténuation du phénomène de répercussion du taux de change, aplatissement de la courbe de Phillips, concurrence salariale internationale, et il rejette chacun d'entre eux, si bien qu'au final, il reste non plus le *cogito* de Descartes, mais... la règle de Taylor.

Avant d'aborder le cœur du débat, je vais faire une remarque concernant la réaction aux fluctuations de change. Il me semble que la plupart des recherches théoriques et empiriques modernes corroborent la thèse du professeur Taylor, à savoir que les modifications du taux de change de la monnaie ne devraient pas entrer en ligne de compte dans la fonction de réaction de la politique monétaire autrement que par leur incidence future sur l'inflation et la production. Cependant, cela ne signifie pas pour autant que les autorités doivent rester indifférentes au taux de change en soi. Un écart durable par rapport à son niveau d'équilibre pourrait avoir des conséquences non souhaitables en matière de redistribution, mais ceci est une question de coordination de la politique économique plutôt que de pure politique monétaire.

Il y a trois points sur lesquels je souhaiterais contester les conclusions du professeur Taylor : la courbe de Phillips à court terme, la modification des prix relatifs due à la globalisation ainsi que le fait que la BCE se soit écartée d'une règle de Taylor sur la période 2000-2006. Par globalisation, je ne désigne pas seulement l'ouverture des frontières aux flux de biens et de services ainsi qu'aux capitaux – même si elle se poursuit, ce n'est pas nouveau – mais aussi l'effet d'échelle résultant de

l'entrée dans l'économie de marché mondiale de géants économiques tels que la Chine et l'Inde et ce que Richard Freeman qualifiait de *Great Doubling*. C'est ce que j'appellerai par la suite « globalisation moderne ».

S'agissant en premier lieu de la courbe de Phillips, je ne suis pas certain que l'accentuation de la pente de la courbe qui devrait résulter de la concurrence accrue associée à la globalisation d'après Ken Rogoff et la confirmation empirique d'un aplatissement de la courbe soient antinomiques. Supposons par exemple que l'incidence de la globalisation moderne soit progressive et s'étende sur une période beaucoup plus longue que celle généralement admise, car la mobilité des capitaux s'avère par exemple loin d'être parfaite. Dans ce cas, l'accroissement de la concurrence devrait avoir pour effet un déplacement progressif vers la gauche de la courbe de Phillips ainsi qu'une accentuation de sa pente. En d'autres termes, une accentuation progressive de la pente mais également une baisse régulière du Nairu (taux de chômage non inflationniste). Si tel était le cas, alors l'aplatissement de la courbe de Phillips pourrait n'être autre qu'une illusion d'optique due au fait que l'enveloppe mathématique d'un ensemble de courbes de Phillips dont la pente s'accroît et qui se décalent ressemblerait à une courbe plus plate. Ces questions ont été longuement débattues au cours des sessions précédentes mais je voudrais souligner que ce ne sera probablement pas chose aisée de rejeter l'hypothèse selon laquelle la globalisation moderne provoque des modifications de paramètres structurels. De nouvelles recherches empiriques, autour des axes que j'ai esquissés, pourraient parvenir à des conclusions différentes.

De la même façon, si Taylor a parfaitement raison de souligner que « la concurrence est un effet de niveau plutôt qu'un effet de taux de variation », cela ne signifie pas pour autant que la concurrence n'aura aucune incidence sur le taux de variation des prix sur une période assez longue, étant donné que le prix des biens échangés varie d'un niveau *A* à un niveau *B*. Pour prendre un exemple très terre à terre, la baisse spectaculaire des prix des chaussures aux États-Unis et en Europe arrive probablement à son terme, puisque j'apprends que la Chine fabrique désormais 90 % de la production mondiale de chaussures (toutefois, mes collègues chinois me disent que la concurrence acharnée qui fait rage en Chine maintient une pression

à la baisse sur les prix). Cependant, le cas des chaussures (et des articles tels que les fours à micro-ondes) n'est pas encore la règle, donc les prix des biens échangés n'ont probablement pas encore atteint le niveau *B*.

Cela m'amène à ma seconde observation, à savoir la modification des prix relatifs, qui découle de la globalisation moderne. Je suppose qu'au moins une caractéristique de la globalisation moderne résiste au doute cartésien : les prix des produits manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux baissent, tandis que les prix des matières premières (dont les produits agricoles de base) augmentent. Si la première tendance semble s'essouffler, peut-être parce que le processus dynamique de glissement d'un niveau *A* à un niveau *B* suit une sorte de courbe logistique, il s'avère que non seulement la dernière tendance dure plus longtemps que la plupart des analystes ne l'avaient prévu mais, en outre, elle s'accélère. Pour l'essentiel, il s'agit d'une modification du prix relatif des matières premières, due à un déplacement de la courbe de demande qui n'a pas été accompagné, pour diverses raisons, par un mouvement similaire de la courbe d'offre, qui est relativement rigide. En théorie, la politique monétaire ne devrait pas s'intéresser aux modifications des prix relatifs, puisque son objectif consiste à stabiliser le niveau agrégé des prix. Cependant, la dynamique du processus compte. Supposons que l'effet désinflationniste de la globalisation (baisse des prix des produits manufacturés) disparaisse et qu'il ne reste que son côté inflationniste ; dans ce cas, les prix des matières premières augmenteraient sans cesse. La réalisation de la stabilité des prix, consistant à maintenir l'inflation proche de son niveau cible, implique nécessairement une décélération, voire une baisse, des prix des autres biens et services. En pratique, cela doit être une combinaison des prix à l'importation, *via* le taux de change, et des prix intérieurs, *via* l'écart de production ou la courbe de Phillips. Ce qui me préoccupe, c'est que si les prix des matières premières sont presque parfaitement flexibles en fonction des variations de l'offre et de la demande, c'est en revanche loin d'être le cas pour les prix intérieurs qui sont beaucoup plus rigides. Le professeur Taylor a d'ailleurs inclus ce point dans sa propre analyse de la politique monétaire. Cette asymétrie soulève une difficulté : pendant la période de transition, c'est-à-dire jusqu'à ce que le prix des matières premières se stabilise, il se peut que la politique monétaire devienne sous-optimale si elle conserve le même objectif d'inflation qu'en temps normal, lorsque le reste du monde se trouve dans une situation d'équilibre.

À cet égard, je considère qu'il est discutable d'ignorer certaines des conséquences de la globalisation.

Ma dernière observation concerne la Banque centrale européenne (BCE). Le professeur Taylor remarque que le taux au jour le jour de la zone euro, qui évolue directement en fonction du taux de refinancement de la BCE, s'est écarté d'une règle qu'il a établie et que cet écart est très lié au taux des fonds fédéraux sur la période 2000-2006. Je dois admettre que ce résultat ne me surprend guère et que même s'il existait une causalité stochastique entre le Système fédéral de réserve et la BCE, je serais réticent à conclure qu'il y a une causalité réelle dans le processus décisionnel en lui-même. Si je suis sceptique, c'est parce que les deux banques centrales ont considéré, à des degrés certes différents et au moment où elles faisaient face aux conséquences de l'éclatement de la bulle internet, quelques années seulement après la crise asiatique, que la déflation constituait un risque. En raison de non-linéarités bien connues, cela a pu convaincre les autorités des deux côtés de l'Atlantique de s'écarter de leur fonction de réaction ordinaire. Je me souviens très bien d'une discussion que j'ai eue avec le professeur Otmar Issing après les attentats du 11 septembre, lorsqu'il déclarait qu'il ne considérerait pas la déflation comme une menace très sérieuse, mais que le coût de l'assurance était si faible qu'il y avait un certain intérêt à se protéger contre la déflation. À propos, l'effet présumé de la globalisation, qui était à cette époque largement perçu comme désinflationniste, expliquait la faiblesse du coût de l'assurance. Étant donné que la BCE était plus sceptique que le Système fédéral de réserve, je ne suis pas surpris non plus que le coefficient de transmission soit de 0,2.

Pour conclure et malgré les réserves que je viens d'émettre, je trouve que le doute cartésien formulé par le professeur Taylor possède des bases solides. Pour faire référence à un autre mathématicien, en l'occurrence Blaise Pascal, je dirais qu'au vu des fortes incertitudes qui entourent l'incidence de la globalisation sur les paramètres de nos économies, les banquiers centraux ont le droit de recourir à un « pari de Pascal » : si la forte inflation est vraiment aussi néfaste que les banquiers centraux modernes le pensent, alors il est logique de s'en tenir aux règles qui ont relativement bien fonctionné dans la période postérieure à 1979. J'espère simplement que l'appel du professeur Taylor à une recherche économique rigoureuse sur la globalisation et la politique monétaire sera entendu dans les années à venir. Le risque d'aboutir à des politiques sous-optimales ne devrait pas être sous-estimé.

Donald L. KOHN**Vice-président***Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve*

Tout d'abord, je voudrais dire que je suis d'accord pour l'essentiel avec les remarques de John B. Taylor. Effectivement, la mondialisation n'a pas fondamentalement modifié la façon dont les banques centrales doivent accomplir leur tâche. Bien que les chaînes de production et les marchés de capitaux soient plus intégrés entre les pays que précédemment, et que les flux commerciaux bruts représentent maintenant une part plus importante du produit intérieur brut (PIB) dans la plupart des pays, la dynamique de la production globale et de l'inflation demeure la même, au moins sur le plan qualitatif. Par conséquent, les banques centrales doivent continuer à conduire la politique monétaire selon la même optique prospective que lors des vingt dernières années, et ajuster les taux directeurs par rapport aux évolutions présentes et attendues de la production et de l'inflation en tenant compte des délais de réaction aux mesures de politique monétaire. Lorsque les taux de change peuvent s'ajuster librement, cette approche générale s'est avérée efficace pour favoriser la stabilité macroéconomique au fil du temps dans de nombreux pays ¹.

Dans mes remarques, je développerai un autre argument de John selon lequel l'élaboration de la politique monétaire a été compliquée par la mondialisation, notamment par l'augmentation des volumes des échanges et par le renforcement de l'intégration des marchés de capitaux. Cette évolution se vérifie de plusieurs façons. D'une part, la mondialisation a vraisemblablement rendu les économies nationales plus sensibles aux chocs externes : les banques centrales doivent donc accorder aujourd'hui davantage d'attention aux événements se produisant dans le monde. Par ailleurs, l'intégration de la Chine et d'autres pays dans l'économie de marché mondiale a accru la portée et la complexité des évolutions à l'étranger que les banques centrales doivent surveiller. Enfin, la mondialisation a sans doute rendu plus incertain le lien entre les mesures de politique monétaire et les résultats économiques en renforçant, notamment, le rôle du taux de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Les récentes hausses des prix du pétrole et des autres matières premières illustrent certaines complications

créées par la mondialisation pour l'élaboration de la politique monétaire. Ces renchérissements ont renforcé l'inflation partout dans le monde tout en accentuant l'affaiblissement déjà constaté des perspectives de croissance de certains pays au cours des derniers mois. Les prix des matières premières dépendent d'un large éventail de facteurs liés à l'offre et à la demande, dont les contributions respectives peuvent être difficiles à établir. Les contraintes potentielles pesant sur l'expansion de l'offre, notamment de pétrole, ont joué un rôle au cours des dernières années. En outre, l'émergence de la Chine, de l'Inde et d'autres économies asiatiques en cours d'industrialisation en tant que grands consommateurs de pétrole et d'autres matières premières a compliqué l'analyse, d'une part parce que ces pays pèsent fortement sur les marchés mondiaux et, d'autre part, parce que la structure de leurs économies change très rapidement.

Il peut être utile de distinguer différentes forces mondiales influençant les cours des matières premières pour évaluer les implications de ces prix sur la production et l'inflation intérieures, et donc sur la politique monétaire. Il est important, par exemple, de déterminer si une hausse des prix du pétrole provient de facteurs liés à la demande, comme le renforcement de l'activité mondiale réelle, ou de facteurs liés à l'offre, comme un ouragan entraînant un arrêt de la production. Pour un pays importateur de pétrole, un renchérissement induit par la demande aurait des implications moins négatives sur l'activité intérieure réelle qu'un renchérissement induit par l'offre, car une économie mondiale en expansion stimulerait la demande d'exportations. En ce qui concerne les États-Unis, toutefois, une hausse des prix du pétrole entraînée par le renforcement de l'activité réelle chinoise ne se traduirait pas nécessairement par une augmentation substantielle du volume de leurs exportations, étant donné la faible propension de la Chine à importer des produits américains.

Les autorités monétaires se concentrent sur les perspectives d'inflation : nous devons donc examiner quelles sont les forces qui comptent pour l'avenir au niveau mondial lorsque nous évaluons les conséquences sur l'inflation de la hausse des cours

¹ David Reifschneider et Steven Kamin, membres des services du Conseil des gouverneurs, ont contribué à ces remarques. Les opinions exprimées sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement celles des autres membres du Conseil au Comité fédéral de l'open market.

des matières premières. Les prix du pétrole brut et des autres matières premières poursuivront-ils leur progression rapide face à la croissance robuste de la Chine et des autres pays en cours d'industrialisation ? Ou bien les prix actuels sur les marchés au comptant et à terme intègrent-ils déjà totalement la probabilité d'une croissance durable dans ces pays, auquel cas les prix demeureraient proches de leur niveau actuel ? Dans le premier scénario, le renchérissement de l'énergie, par exemple, continuerait à accroître l'inflation globale de façon directe et alimenterait indirectement la hausse des prix hors énergie, sous l'effet de l'accroissement des coûts de production ; en outre, une hausse continue des prix du pétrole pourrait menacer la stabilité des anticipations d'inflation à long terme et des revendications portant sur les salaires nominaux. En revanche, une stabilisation des cours du pétrole aurait pour effet de contenir l'inflation globale, de façon directe en stabilisant une composante essentielle des prix de l'énergie et de façon indirecte, en cessant d'exercer des tensions à la hausse sur l'inflation par le biais des effets de second tour et des anticipations.

Comme la politique monétaire n'a qu'une capacité limitée à neutraliser les surprises sur les prix à court terme, il est essentiel d'établir une distinction entre les influences temporaires et persistantes que le pétrole et les autres facteurs exercent sur l'inflation. Si nous devons prévoir la poursuite d'une hausse importante des prix de l'énergie à moyen terme, il nous faudrait prendre en compte cette anticipation dans les perspectives d'inflation globale. Cette prise en compte pourrait avoir des conséquences importantes pour l'orientation de la politique monétaire, surtout si, selon nos prévisions, cette hausse des coûts de l'énergie devait entraîner un accroissement des anticipations d'inflation et une progression élevée des salaires.

Toutefois, la stabilisation des prix du pétrole semble le scénario le plus probable. Surpris comme nous l'avons été par l'envolée rapide et prolongée des coûts de l'énergie au cours des dernières années, on pourrait penser que le prix d'une marchandise stockable comme le pétrole intègre déjà les anticipations de la poursuite d'une croissance rapide des économies en développement. Toutefois, l'importante envolée des prix au comptant et à terme au cours des dernières semaines indique que les intervenants de marché ont encore une perception fluctuante des conditions de l'offre et de la demande à long terme. Dans ce contexte,

les autorités monétaires doivent être conscientes des incertitudes entourant les perspectives relatives aux prix des matières premières et du risque que les hausses passées ou futures de ces biens puissent encore s'intégrer dans des anticipations d'inflation à long terme plus élevées et dans un taux de croissance des prix durablement plus rapide.

Outre ces complications, la mondialisation a rendu le fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire plus imprévisible. En tout état de cause, la détermination des prix des actifs dépend maintenant davantage de la situation sur les marchés de capitaux au plan mondial, ce qui rend plus incertain le lien existant entre les mesures prises au niveau national et les évolutions des prix des obligations ou des actions. Par exemple, la corrélation des variations trimestrielles du taux des fonds fédéraux et de la variation des rendements des bons du Trésor américain est revenue de 0,6 avant 1990 à 0,3 depuis. Certes, cette baisse de la corrélation reflète probablement un ensemble de facteurs, y compris peut-être des politiques monétaires plus systématiques et prévisibles. Mais il semble que les marchés de capitaux mondiaux aient également joué un rôle ; comme l'a indiqué le président Bernanke, l'épargne étrangère, notamment asiatique, paraît avoir contenu la hausse des taux d'intérêt américains à moyen et à long termes entre 2004 et 2006, alors même que la politique monétaire se resserrait. Comme nous l'avons vu au cours des derniers mois, l'intégration croissante des marchés de capitaux a également facilité la transmission et l'amplification au-delà des frontières de nombreux chocs, tels que les variations de la perception du risque sur certains actifs et de la prime exigée pour les détenir.

Le rôle du taux de change constitue une autre complication qui n'a fait qu'augmenter avec la mondialisation. Évidemment, la flexibilité des taux de change permet aux banques centrales d'atteindre leurs objectifs économiques intérieurs. Mais le taux de change représente un actif dont le prix est particulièrement difficile à prévoir, et sa réaction à toute mesure spécifique est très incertaine, comme nous l'avons constaté, par exemple, en 2001, lorsqu'une baisse offensive des taux d'intérêt aux États-Unis s'est accompagnée d'un renforcement du dollar. Malgré le déclin apparent de la répercussion des taux de change sur les prix à l'importation, la progression des volumes d'échanges induite par la mondialisation a sans doute accentué l'importance relative du taux de

change dans l'économie, renforçant ainsi un facteur imprévisible dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

En dépit de la sensibilité accrue de l'économie nationale aux chocs externes et de la plus grande incertitude relative au mécanisme de transmission de la politique monétaire, la volatilité économique aux États-Unis et dans d'autres économies avancées a diminué. Cette plus grande stabilité est en partie imputable à la capacité croissante des marchés mondiaux de produits et de capitaux d'amortir les chocs internes au sein d'une économie. Grâce à la mondialisation, les exportations nettes prennent probablement davantage le relais de la dépense intérieure, la concurrence étrangère permet de discipliner les hausses des prix intérieurs et, en raison de l'accroissement de la détention transfrontière d'actifs, les plus-values et les moins-values enregistrées sur les actifs nationaux sont en partie réalisées par les investisseurs étrangers. Conjugués à la mise en œuvre de politiques monétaires plus efficaces dans de nombreux pays, ces aspects particuliers de la mondialisation ont certainement contribué à la « grande modération ».

John traite de la question de savoir si les progrès de l'intégration économique ont augmenté les avantages à attendre de la coopération et de la coordination des politiques. Nous avons récemment observé un exemple dans lequel une certaine forme de coopération semble avoir porté ses fruits. En décembre, les actions simultanées, et dans certains cas coordonnées, d'un certain nombre de banques centrales en vue de fournir de la liquidité aux banques ont apparemment permis de soulager les tensions sur les marchés interbancaires de financement. Cette coordination et cette coopération étaient nécessaires car les banques

opèrent maintenant de façon simultanée sur de nombreux marchés, et les tensions observées sur un marché peuvent facilement se transmettre aux autres, notamment lorsque les circuits normaux d'arbitrage ont été perturbés par les turbulences financières. Le Système fédéral de réserve et d'autres banques centrales examinent actuellement les implications de cet épisode sur leurs méthodes d'apport de liquidité et sur les moyens de réagir aux futures interruptions des flux de liquidité au sein des marchés.

L'efficacité de la coordination dans la fourniture de liquidité soulève la question de savoir si des avantages appréciables auraient pu être obtenus, de manière plus générale, par une coordination des politiques monétaires. John se montre sceptique à cet égard et je partage son avis. Les avantages retirés d'une coordination formelle des politiques n'ont jamais semblé importants et il n'est pas évident que la mondialisation les ait fortement augmentés. Les politiques ayant fait l'objet d'un accord dans des circonstances données risquent de ne plus être appropriées lorsque les circonstances changent, comme cela arrive inévitablement. La politique monétaire doit pouvoir s'adapter rapidement à ces évolutions ; les accords qui doivent être renégociés risquent de lier les mains des autorités. Cela ne veut pas dire qu'il n'existe pas de circonstances dans lesquelles des actions coordonnées de politique monétaire seraient bénéfiques, mais elles sont probablement assez rares. En fin de compte, la stabilité mondiale dépend des bonnes performances de chaque pays et l'expérience des dernières décennies semble indiquer que celles-ci s'obtiennent souvent plus facilement lorsque les banques centrales se concentrent sur leurs propres missions liées à la stabilité des prix et à la croissance.

Jürgen STARK

Membre du Directoire

Banque centrale européenne

Mon intervention sera consacrée aux implications de la mondialisation, en particulier sur l'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro¹.

La mondialisation peut modifier l'environnement dans lequel la politique monétaire est mise en œuvre

Nous sommes tous d'accord sur les immenses possibilités qu'offre la mondialisation. Grâce à la spécialisation, elle accroît le champ des gains d'efficacité en permettant aux économies de mieux utiliser leurs avantages comparatifs dans la production internationale. Les coûts de production sont réduits et les frontières de production repoussées, ce qui génère des gains dont profitent les consommateurs avec la baisse des prix d'un bon nombre de biens.

La mondialisation favorise donc la prospérité économique et élève les niveaux de vie. Toutefois, les gains tirés de la mondialisation peuvent être répartis de façon inégale, dans la mesure où elle est susceptible d'influer différemment sur les facteurs de production².

Les responsables de la politique monétaire doivent tenir compte de la mondialisation essentiellement pour deux raisons :

- en premier lieu, le processus de mondialisation lui-même peut parfois conduire à des *difficultés économiques, en particulier si les marchés manquent de transparence*. Ainsi, les marchés de capitaux, de plus en plus intégrés à travers le monde, s'ils ne sont pas suffisamment transparents, peuvent parfois favoriser une prise de risque excessive et des effets de contagion, un thème particulièrement évocateur dans la tourmente financière actuelle ;
- en second lieu, ce qui est plus important, l'intégration mondiale croissante conduit à des *changements structurels sur les marchés des biens comme sur les marchés de capitaux*. Dès lors, *des chocs d'origine extérieure peuvent*

avoir une plus grande incidence sur l'inflation intérieure et la transmission d'autres impulsions à l'économie de la zone euro peut évoluer. Ceci s'applique également à l'effet de la politique monétaire sur l'inflation.

Permettez-moi d'analyser brièvement de quelle manière les changements structurels, découlant de la mondialisation, peuvent avoir une incidence sur le processus inflationniste.

- Il existe de bonnes raisons de croire, par exemple, que la mondialisation *renforce les pressions concurrentielles*, tant au niveau mondial que sur les marchés intérieurs. Un accroissement de la concurrence peut — par rapport aux périodes antérieures — *peser à la baisse sur les salaires et les prix* et donc modérer l'inflation pendant une période donnée³. Un renforcement structurel de la concurrence conduirait en outre les entreprises à améliorer leur productivité, ce qui se traduirait par une accélération de la croissance du niveau naturel de la production⁴.

- Au-delà de cet effet, le recours croissant aux opportunités de la production internationale découlant des avantages comparatifs peut amener *des changements dans la structure de production* de notre économie, ce qui *altérerait à son tour la relative rareté des facteurs de production, donc la réaction de leurs prix et des prix des produits finis aux chocs économiques*.

Par conséquent, la mondialisation :

- est importante pour la politique monétaire,
- et exercera probablement un effet durable sur notre économie et sur l'environnement de la politique monétaire.

On peut donc conclure à ce stade que les banques centrales doivent continuer à analyser et suivre de près les changements structurels et les chocs provoqués par la mondialisation. Elles doivent

¹ Pour les principales caractéristiques de la mondialisation des échanges commerciaux et ses effets probables sur l'inflation dans la zone euro, voir également l'article du Bulletin mensuel de la BCE intitulé : « Mondialisation, échanges et macroéconomie de la zone euro », janvier 2008

² Ainsi, la théorie des échanges commerciaux (le théorème de Stolper-Samuelson) pourrait inciter à penser que l'intégration des échanges devrait peser sur le rendement relatif de la main-d'œuvre peu qualifiée. Toutefois, l'évolution des salaires réels a été analogue pour tous les niveaux de qualification dans la zone euro. Voir BCE (2008), op. cit.

³ Si la mondialisation et son incidence sur la discipline en matière de fixation des prix et de contrôle des coûts a probablement facilité la désinflation au niveau mondial depuis une dizaine d'années, elle ne peut en soi réduire l'inflation de façon permanente. La généralisation d'une faible inflation dans le monde, observée au cours de ces dernières années, est due surtout à un changement dans la stratégie de politique monétaire d'un bon nombre de pays, allant, plus particulièrement, dans le sens d'un engagement crédible en faveur de la stabilité des prix.

⁴ En d'autres termes, cela conduirait à une augmentation du taux auquel l'économie peut croître sans compromettre la stabilité des prix.

en outre connaître toujours mieux les évolutions économiques et financières se produisant en dehors de leurs pays (ou zones) respectifs.

La mondialisation ne modifie pas les règles de la politique monétaire

Bien que la mondialisation constitue un défi pour la politique monétaire, je suis parfaitement d'accord avec John Taylor lorsqu'il estime qu'elle n'altère pas fondamentalement les règles s'appliquant à la politique monétaire. Actuellement, comme cela a toujours été le cas, à moyen ou à plus long terme, *l'inflation est un phénomène monétaire*. Par conséquent, il nous revient, à nous banquiers centraux, d'assurer la stabilité des prix.

Permettez-moi d'insister ici sur une évidence, à savoir que *les banques centrales ne peuvent pas en permanence déterminer le prix relatif de biens spécifiques*. En parlant de la stabilité des prix, nous entendons la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie domestique (ayant cours légal) tel qu'il est mesuré par le coût d'un panier de biens représentatif.

Si les conditions de liquidité au niveau international peuvent influencer les taux d'intérêt du marché et donc la transmission de la politique monétaire à l'activité réelle et à l'inflation, les *banques centrales gardent la possibilité de piloter les taux d'intérêt à court terme en influençant à bon escient l'apport de monnaie légale domestique*. Les taux à court terme vont à leur tour peser sur le coût du crédit intérieur et sur les taux d'intérêt à long terme.

Par conséquent, les banques centrales peuvent assurer la stabilité des prix à moyen et long termes, même dans un monde financièrement intégré dans lequel les facteurs de production et les biens circulent librement, et même si la taille de l'économie mondiale augmente par rapport à celle de l'économie interne⁵.

Mais, comme je l'ai déjà dit, il existe une condition préalable au succès de la politique monétaire : les banques centrales doivent être en mesure d'adapter leur analyse aux changements de l'environnement. Dans un tel contexte, il est très important, pour une politique monétaire axée sur la stabilité, d'analyser l'évolution des prix externes ainsi que les flux commerciaux et financiers internationaux.

Ceci dit, j'admets avec John Taylor qu'il ne faut pas conférer à l'évolution en soi des taux de change un statut particulier et qu'ils ne devraient être pris en compte par la politique monétaire que dans la mesure où ils exercent une influence à moyen terme sur la stabilité des prix. Cette approche repose sur une autre loi fondamentale de l'économie monétaire, encore parfaitement valable dans l'économie mondialisée : *la flexibilité des taux de change est une condition sine qua non de la stabilité des prix*.

Une économie mondialisée exige-t-elle davantage de coordination monétaire internationale ?

De plus en plus de prix et de valorisations d'actifs sont déterminés au niveau international, aussi est-il essentiel que les responsables de la politique monétaire soient très bien informés des évolutions économiques dans le monde. Sous cet angle, avec la mondialisation financière grandissante, les perturbations financières ont montré tout l'intérêt d'échanges d'informations rapides et transparents entre banques centrales et organes de régulation au niveau mondial.

Les banques centrales devraient donc *coopérer en échangeant des informations et en élaborant une architecture financière internationale robuste*.

Toutefois, les possibilités de collaboration entre les responsables des politiques monétaires sont limitées. En effet, chaque banque centrale ne dispose pour mener sa politique que d'un instrument, grâce auquel un seul objectif interne peut être atteint, la stabilité des prix. Par conséquent, il serait bon qu'une banque centrale ne réagisse aux évolutions extérieures que si elles ont une influence sur la stabilité des prix intérieurs. Je suis donc parfaitement d'accord avec John Taylor lorsqu'il souligne que les banques centrales ne doivent pas suivre mécaniquement les décisions prises par d'autres banques centrales.

C'est bien parce que je suis d'accord à ce sujet que je m'interroge sur les conclusions importantes que John Taylor tire de certains éléments de son analyse empirique.

Pour résumer, il constate qu'une règle simple de politique monétaire, appelée généralement « règle de Taylor », lorsqu'elle est appliquée à la zone euro, a des éléments résiduels qui présentent une corrélation

⁵ Voir, par exemple, Woodford (M.) (2007) : "Globalisation and monetary control" (*Mondialisation et contrôle monétaire*), NBER Working Paper n° 13329, à paraître chez Gali, J. et M. Gertler éditeurs, The international dimensions of monetary policy (*La dimension internationale de la politique monétaire*), University of Chicago Press.

positive avec le taux des fonds fédéraux américains. Selon lui, cette constatation implique l'existence d'un rapport de « chef de file à suiveur », qui signifierait que la politique monétaire américaine conduirait la BCE à s'écarter de son objectif de stabilité des prix pour se préoccuper du taux de change.

Je tiens à dire que ce n'est pas du tout le cas. De fait, il existe une explication mieux fondée à la constatation faite par John Taylor.

Les banques centrales, préoccupées par la stabilité des prix intérieurs, cherchent à compenser les chocs potentiellement déstabilisateurs. Dans une économie mondialisée, pourtant, diverses banques centrales réagissent naturellement en partie à des facteurs internationaux similaires. Et, comme nous le savons, un certain nombre de ces facteurs ne sont pas bien pris en compte par une règle mécanique du type de celle que John Taylor prend comme référence pour évaluer la qualité d'une politique monétaire. Les réactions adaptées à des facteurs internationaux et aux risques qu'ils entraînent pour la stabilité des prix intérieurs vont donc apparaître dans le terme résiduel, dans le contexte d'une règle simple.

Certains observateurs interprètent cet élément résiduel comme une indication de l'orientation de la politique monétaire. C'est effectivement, dans certains cas, une interprétation possible. Cependant, cet élément est souvent le signe que la règle simple elle-même a un pouvoir explicatif insuffisant.

Dans la mesure où les économies présentent des structures propres et subissent des chocs à des moments différents,

- ces économies sont touchées par les facteurs mondiaux avec des délais différents ;
- ces délais variables affectent donc aussi la mesure de l'inflation et l'écart de production, utilisés dans la règle de Taylor ;
- dans un tel contexte, la politique monétaire doit réagir de manière préventive aux évolutions actuelles et futures afin de garantir la stabilité des prix intérieurs à moyen et long termes ;
- toutefois, un tel comportement peut être à l'origine d'une corrélation trompeuse entre les éléments

résiduels, pour la zone euro, d'une règle simple telle que celle de Taylor et les taux d'intérêt dans d'autres économies.

Je pense que cela est à l'origine des conclusions auxquelles aboutit John Taylor concernant les écarts par rapport à une « règle de politique » pour la zone euro et au taux des fonds fédéraux américains.

Vu de l'intérieur, je peux en fait exclure une quelconque manifestation d'un rapport de chef de file à suiveur, ou d'un attachement particulier de la part de la BCE au taux de change de l'euro contre le dollar, ou à tout taux de change, considéré comme un objectif de la politique conduite. Aucune de ces hypothèses n'est validée par les faits. Toutefois, j'admets avec John Taylor que toute évolution dans cette direction serait extrêmement préoccupante.

Seul un partage clair des responsabilités permet de définir un objectif précis pour la banque centrale, qui est au cœur de toute politique monétaire couronnée de succès. Mais il existe des complémentarités au niveau international entre les politiques monétaires. En effet, une architecture internationale dans laquelle chaque banque centrale mène à bien sa mission crée également un environnement mondial de stabilité monétaire.

Une telle architecture offre la meilleure base, au niveau international, pour des échanges de vues et d'informations amicaux et ouverts. Aujourd'hui, les interactions sont fréquentes. C'est ainsi que la BRI offre un cadre très apprécié de discussion entre banquiers centraux. Et il existe d'autres occasions pour de fructueux échanges — ce colloque en est précisément un exemple.

Le rôle de la stratégie de politique monétaire dans une économie de plus en plus mondialisée

J'ai fait valoir que la meilleure architecture monétaire internationale était celle où chaque banque centrale s'attachait à parvenir à la stabilité des prix intérieurs. En pratique, cela ne suffit toutefois pas à assurer la réussite de la politique monétaire. Un *mandat clair* de maintien de la stabilité des prix et une *stratégie de politique monétaire bien définie*, basée sur ce mandat, sont essentiels pour surmonter les difficultés à venir en termes d'analyse et de mise en œuvre. Il est heureux que ces deux conditions soient réunies dans la zone euro.

Un mandat clair de maintien de la stabilité des prix :

- permet de confier à une banque centrale l'entière responsabilité de la stabilité des prix. L'engagement en faveur de la stabilité des prix, en vertu de ce mandat, favorise à son tour un ancrage durable des anticipations du secteur privé. Cet ancrage est particulièrement important si la mondialisation génère des chocs inflationnistes asymétriques ;

- empêche une banque centrale de se détourner de sa mission. La possibilité que les banques centrales soient de plus en plus tentées de stabiliser les taux de change au détriment de la stabilité des prix suscite des inquiétudes. Or, un mandat clair en faveur de la stabilité des prix empêchera une banque centrale de tomber dans ce piège. En fait, les banques centrales dont la stratégie est axée sur la stabilité des prix n'attribuent pas de rôle particulier aux taux de change, qui demeurent des variables d'information importantes dans l'analyse économique.

Sur la base d'un mandat clair, une bonne stratégie :

- favorise la responsabilité,
- garantit une réaction transparente et systématique lorsqu'il existe des risques pour la stabilité des prix,
- oriente une politique de communication efficace,
- et rend la politique monétaire plus prévisible à moyen et long termes.

Dans ce contexte, tout indicateur de la stabilité des prix utilisé par les banques centrales doit traduire correctement l'évolution du pouvoir d'achat de la monnaie. C'est donc en termes de coût d'un panier de biens représentatif, c'est-à-dire large, qu'on définit le mieux la stabilité des prix. Le panier de l'indice des prix à la consommation harmonisé constitue à cet égard un repère de la stabilité des prix clair et susceptible d'être évalué.

Cette définition globale du panier de biens contraste avec les mesures partielles, ou « sous-jacentes », de l'inflation. Si ces mesures peuvent s'avérer utiles pour l'évaluation des menaces sur la stabilité des prix, elles risquent — si on leur confère un rôle central — d'offrir une vue déformée de l'évolution des prix sous-jacente, mettant en péril l'ancrage des

anticipations d'inflation. Une telle approche serait particulièrement préjudiciable alors même que la mondialisation peut entraîner des variations de prix durables dans certaines catégories de biens.

En revanche, un repère large, transparent et fortement accepté apporte la clarté nécessaire à un ancrage solide des anticipations d'inflation. C'est grâce à cette clarté qu'une banque centrale peut adopter une orientation à moyen terme qui lui permet de ne pas tenir compte, à juste titre, de la volatilité des prix à court terme et de fluctuations passagères de l'inflation.

Nous l'avons vu, la mondialisation provoquera à coup sûr des changements dans la structure de l'économie de la zone euro, en ce qui concerne les marchés de biens et les marchés de capitaux. Une stratégie de suivi des mutations structurelles, tant au niveau du marché des biens que du point de vue financier ou monétaire, convient donc pour relever les défis de la mondialisation. Les perspectives complémentaires de l'analyse économique et de l'analyse monétaire, à la base de la « stratégie à deux piliers » de la BCE, favorisent une adaptation appropriée de nos politiques aux changements de l'environnement. Parallèlement, la stratégie à deux piliers permet de ne jamais perdre de vue les lois fondamentales de l'économie monétaire.

En particulier, un pilier monétaire explicite constitue la garantie que la BCE entretient de grandes compétences dans l'analyse des évolutions monétaire et du crédit et de leur incidence sur la stabilité des prix. En raison du lien étroit entre l'évolution monétaire et celle des déséquilibres sur les marchés d'actifs et du crédit, on peut dire que l'analyse monétaire permet aux banques centrales de déceler rapidement ces déséquilibres et de réagir à temps et de façon prospective aux risques qui en découlent pour la stabilité des prix et la stabilité financière. Le pilier monétaire s'est avéré, dans le passé, un atout précieux pour la BCE, notamment en période de turbulences sur les marchés de capitaux dans le monde.

De même que la stratégie à deux piliers structure les débats au sein de la BCE, elle nous offre également un cadre de communication de notre vision de l'économie. En se montrant transparente, la BCE a pu rendre ses décisions de politique monétaire extrêmement prévisibles. Notre stratégie améliore par conséquent l'efficacité de notre politique.

Permettez-moi de conclure.

- Particulièrement dans le contexte de la mondialisation, la politique monétaire doit viser à ancrer fermement les anticipations d'inflation. La banque centrale doit donc surveiller constamment les risques pesant sur la stabilité des prix, dans la mesure où les chocs inflationnistes ne doivent pas jouer, par des effets de second tour, sur la fixation des prix et des salaires.

- Les responsables de la politique monétaire peuvent favoriser l'ajustement de l'économie aux chocs macroéconomiques s'ils restent concentrés sur leur objectif de stabilité des prix intérieurs. Rappelons qu'il ne peut y avoir de stabilité hors des frontières sans stabilité des prix intérieurs.

- La stabilité des prix intérieurs est une condition préalable de la stabilité monétaire mondiale. La mondialisation n'accroît donc pas la nécessité d'une coopération monétaire internationale en dehors d'un échange de vues et d'informations ouvert. La meilleure architecture internationale est

celle où chaque banque centrale dispose d'un mandat clair en faveur de la stabilité des prix intérieurs.

- Une plus grande flexibilité microéconomique permettrait à notre économie de tirer un meilleur parti des opportunités de la mondialisation. En outre, elle faciliterait l'ajustement macroéconomique face aux chocs et renforcerait la capacité de résistance de l'économie. Ainsi, la mondialisation accroît le besoin d'une plus grande flexibilité sur les marchés des produits et du travail.

- Je me suis attaché à démontrer qu'une stratégie de politique monétaire surveillant soigneusement l'évolution des marchés de capitaux et des biens, tant au niveau domestique qu'à l'international, était appropriée pour relever les défis lancés par la mondialisation à la politique monétaire. Une telle stratégie est en place dans la zone euro. Parallèlement, la stabilité des prix constitue la meilleure contribution de la politique monétaire pour permettre à l'économie de la zone euro de tirer pleinement avantage des possibilités qu'offre la mondialisation.