

Implications pour la conduite de la politique monétaire

Président : Guillermo ORTIZ, Gouverneur, Banque du Mexique	121
Intervenant : John B. TAYLOR, Professeur, Université de Stanford « Les conséquences de la globalisation pour la politique monétaire »	123
Rapporteurs : Eric CHANEY, Directeur général et chef économiste pour l'Europe, Morgan Stanley	131
Donald L. KOHN, Vice-président, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve	133
Jürgen STARK, Membre du Directoire, Banque centrale européenne	136

Guillermo ORTIZ**Gouverneur***Banque du Mexique*

Je voudrais tout d'abord remercier Christian Noyer de m'avoir invité à participer à ce colloque. Je tiens également à le féliciter, ainsi que les organisateurs, pour l'excellente qualité de cette manifestation, et notamment pour la pertinence de cette rencontre relative à la mondialisation, à la politique monétaire et à l'inflation dans une situation actuelle qui la justifie pleinement.

Nous participons à la dernière session de la journée, qui n'est en fait pas la dernière, puisque nous prendrons part ensuite à une autre session au cours de laquelle Jacob Frenkel récapitulera tout ce qui s'est dit. J'étais assis à ses côtés toute la journée et je l'ai vu prendre une centaine de pages de notes : je suis convaincu qu'il présentera un résumé très complet des débats. Je pense que nous avons, aujourd'hui, des participants parfaitement compétents pour discuter des implications de tout ce qui a été dit et entendu à propos de la mise en œuvre de la politique monétaire. John Taylor, le principal intervenant, est, comme vous le savez, professeur à l'Université de Stanford et l'un des économistes monétaires les plus connus de notre temps. Il a évidemment apporté, entre autres, des contributions très importantes à l'analyse monétaire des banques centrales. Sont également présents Eric Chaney, directeur général et chef économiste pour l'Europe chez Morgan Stanley, Donald Kohn, vice-président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, et Jürgen Stark, membre du Directoire de la Banque centrale européenne.

Au cours de cette dernière session, nous soulignerons essentiellement les conséquences des problématiques soulevées lors des discussions précédentes en matière d'élaboration et de conduite de la politique monétaire. La principale question à laquelle nous souhaitons répondre est la suivante : quelles sont les implications de la mondialisation pour la politique monétaire ? La mondialisation doit-elle inciter les banques centrales à réévaluer leurs objectifs de stabilité des prix et leur degré de réaction aux variables ou aux chocs dont l'importance s'accroît sur les marchés mondiaux (taux de change, cours

internationaux des matières premières, évolutions économiques et financières d'autres pays,...) ?

Dans ce contexte, il nous appartiendra précisément de déterminer si la mondialisation a modifié notre perception de la politique monétaire. Nous devons analyser la fonction de réaction de la banque centrale, les objectifs et les canaux de transmission des politiques monétaires, et déterminer si nous devons explicitement tenir compte de variables telles que le taux de change, les cours des matières premières, la forme de la courbe de Phillips, etc.

Je pense qu'il existe deux façons d'aborder cette question. La première constitue une analyse théorique dont nous allons discuter aujourd'hui grâce à la présentation de John Taylor. La deuxième concerne la dimension d'économie politique, évoquée ce matin par Ken Rogoff.

La partie analytique implique que nous nous demandions si les modèles que nous utilisons sont suffisamment « complets » pour tenir compte des différentes façons dont la mondialisation affecte la politique monétaire. Prenons, par exemple, les taux de change : comme ils font déjà partie de la structure des modèles que nous utilisons, peut-être ne devraient-ils pas constituer explicitement un objectif des banques centrales. C'est ce type de questions qu'il convient de discuter aujourd'hui.

Par ailleurs, la question d'économie politique est légèrement différente. Du point de vue des économies émergentes, la situation est encore plus frappante. Je serai très bref, car cet aspect a déjà été évoqué précédemment. Nous nous trouvons dans une situation très inhabituelle dans la mesure où nous sommes confrontés, d'une part, à une hausse des tensions inflationnistes entraînées par les cours des matières premières. L'inflation a augmenté dans le monde entier, mais particulièrement dans les économies émergentes, qui sont beaucoup plus vulnérables aux chocs sur les cours des matières premières, notamment des produits alimentaires,

puisque ces derniers ont un poids plus important dans l'indice des prix à la consommation. Je dirai ainsi que toutes les économies émergentes font actuellement face à de fortes tensions inflationnistes.

Nous sommes confrontés, d'autre part, à des risques de ralentissement de la croissance économique, certains pays émergents plus que d'autres. À cet égard, mon pays, le Mexique, qui est le plus proche des États-Unis, est le plus vulnérable au retournement de l'économie américaine. Les dilemmes relatifs à la politique à suivre s'amplifient bien évidemment dans ces conditions. Les différentiels de taux d'intérêt, le gel des capitaux, les pressions à l'appréciation créent non seulement une situation difficile, mais de réels dilemmes pour les banques centrales.

L'autre aspect de cette question d'économie politique est le fait que la plupart des banques centrales

tiennent compte en pratique des variations de taux de change et qu'elles y réagissent, ainsi qu'aux chocs sur les cours des matières premières, en adoptant une politique monétaire appropriée.

Il doit donc y avoir une certaine relation entre la dimension conceptuelle et la dimension d'économie politique, qui est peut-être liée au sujet abordé ce matin concernant les anomalies. Lorsque vous vous situez dans un environnement plus normal et que les chocs sur le système sont assez limités, il est sans doute approprié d'utiliser les modèles standards. En revanche, lorsque vous êtes confrontés à des chocs de grande ampleur, à des anomalies, la situation est très différente. Telle est peut-être la situation à laquelle nous devons faire face aujourd'hui.

Aussi, sans m'aventurer plus loin, je demanderai à John Taylor de bien vouloir commencer sa présentation.

Les conséquences de la globalisation pour la politique monétaire

John B. TAYLOR

Professeur

Université de Stanford

La politique monétaire est confrontée à la globalisation depuis des siècles ainsi que nous le rappelle la magnifique Galerie dorée du siège de la Banque de France. La Banque de France s'est installée dans ces splendides locaux en 1808, il y a exactement deux siècles, et les statues placées aux quatre angles de la galerie sont réputées représenter les quatre coins du monde : l'Europe, l'Afrique, l'Amérique et l'Asie. C'est avec une certaine appréhension que je remarque que la statue figurant l'Europe est vêtue d'un habit de légionnaire romain et tient un glaive entre ses mains, qu'elle a un globe à ses pieds et est flanquée d'un cheval, tandis que celle figurant l'Amérique ne porte qu'un arc et une flèche et n'est en compagnie que d'un lézard. Mais je trouve quelque réconfort en me remémorant que les craintes inspirées par la globalisation sont généralement injustifiées, ce qui est précisément le sujet principal de mes observations de ce jour.

Je remarque également, à proximité des bureaux du gouverneur, deux gouaches de Joseph Duhon, des marines intitulées « Le calme » et « La tempête », comme pour rappeler en permanence les modifications brutales qui peuvent affecter le paysage financier mondial, même si aucun d'entre nous n'a besoin d'un tel rappel aujourd'hui.

Une analyse de l'historique des conséquences de la globalisation sur la pensée et la pratique monétaires est indispensable à la compréhension de l'incidence de la globalisation sur la politique monétaire actuelle, et je commencerai par un examen rapide de ces évolutions. Je ne reviendrai pas deux siècles en arrière, mais je remonterai plusieurs décennies, jusqu'à la période immédiatement postérieure à l'effondrement du système de taux de change fixes, qui reposait sur les accords de Bretton Woods, dans les années soixante-dix.

La recherche d'un cadre monétaire dans une économie globalisée

À cette époque, les banques centrales du monde entier étaient à la recherche d'une alternative au système international de taux de change fixes qui avait guidé nombre d'entre elles dans les années cinquante et les années soixante. La situation était délicate. La politique monétaire étant déconnectée des contraintes du système de Bretton Woods, l'inflation aux États-Unis s'était accélérée par rapport à des niveaux déjà élevés exerçant en premier lieu des tensions sur le système international. Le taux d'inflation aux États-Unis avait atteint 12 % en 1975, était revenu à 5 % en 1977, puis avait augmenté pour atteindre 15 % avant la fin des années soixante-dix. Les récessions étaient fréquentes. La volatilité du PIB en volume était deux fois plus élevée que le niveau observé récemment : l'écart-type de la croissance du PIB en volume aux États-Unis s'élevait à 2,8 % dans les années soixante-dix, contre 1,4 % dans les années quatre-vingt-dix.

L'absence de cadre pratique pour la politique monétaire avait créé des instabilités comparables de l'inflation et de la production dans de nombreux autres pays. La volatilité de la croissance du PIB en volume en Europe dans les années soixante-dix était comparable à celle observée aux États-Unis. En France, par exemple, l'écart-type de la croissance du PIB en volume s'élevait à 2,7 % dans les années soixante-dix, contre seulement 1,1 % dans les années quatre-vingt-dix.

Cette expérience a donné naissance à de meilleures théories monétaires, de meilleures politiques monétaires, et bien sûr de meilleurs résultats macroéconomiques. Les théories et les politiques visaient à une certaine conceptualisation de la globalisation, ou du moins ont été influencées par

celle-ci. Les modèles empiriques d'évaluation de la politique monétaire ont rapidement évolué dans le sens de la globalisation. Ceux que je connais le mieux ont été les modèles multi-pays élaborés au Fonds monétaire international, au Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve, et à l'Université de Stanford, mais il en existe beaucoup d'autres. Les ouvrages publiés dans le cadre du projet de comparaison internationale des modèles de la *Brookings Institution* (cf. Bryant, Hooper et Mann, 1993) fournissent bien plus de détails. Ces modèles multi-pays continuent d'évoluer et de s'affiner avec le temps, en particulier dans les institutions qui mettent en œuvre la politique monétaire ou effectuent des recherches en la matière, au nombre desquelles on compte désormais la Banque centrale européenne (cf. par exemple, Coenen, Lombardo, Smets et Straub, 2007). Un nouveau projet de comparaison de modèles a démarré, parrainé conjointement par le *Center for Financial Studies* (CFS) à Francfort et par le *Stanford Institute for Economic Policy Research* (SIEPR) à l'Université de Stanford.

À l'instar d'autres théories monétaires modernes, ces modèles empiriques sont construits sur la base d'anticipations rationnelles et d'une fixation échelonnée des prix et des salaires. Mais, ce qui importe davantage pour le colloque, ils sont globalisés : ils supposent une mobilité parfaite des capitaux entre pays, l'interdépendance des marchés de change, des liens entre les prix d'un pays à l'autre, ainsi que des flux d'importations et d'exportations et un compte de transactions courantes. Les modèles monétaires globalisés posent des liens forts entre les différentes économies. Un ralentissement ou une récession dans un pays, par exemple, affectera la croissance et l'inflation dans les autres pays par l'intermédiaire de nombreux canaux financiers et de l'économie réelle. À cet égard, les modèles empiriques sont conçus pour traiter de questions relatives aux implications de la globalisation sur la politique monétaire. Que nous apprennent à cet égard les théories et les modèles empiriques ?

Les décisions relatives au taux de change et au taux d'intérêt

Examinons d'abord le taux de change. Celui-ci a trois rôles importants à jouer dans tout modèle monétaire international raisonnable. Premièrement, la variation attendue du taux de change affecte le rendement des avoirs libellés dans une devise par rapport à une autre devise. Il en résulte, par exemple,

qu'une baisse du taux d'intérêt dans un pays aura tendance à provoquer une dépréciation de la devise de ce pays. Deuxièmement, le niveau du taux de change affecte les prix relatifs des biens dans les différents pays, et par conséquent, les exportations et les importations. Il en découle, par exemple, qu'une augmentation du déficit commercial aura tendance à provoquer une dépréciation de la devise. Troisièmement, la variation en pourcentage du taux de change affecte l'inflation à travers le mécanisme de répercussion.

En dépit de ces rôles importants du taux de change, les théories et les modèles empiriques nous enseignent que la politique monétaire ne doit pas réagir directement aux variations du taux de change. Plus précisément, si on définit la stratégie comme une règle de politique monétaire permettant de fixer le taux d'intérêt de façon à limiter les fluctuations de l'inflation et de la production, alors cette règle doit réagir prioritairement à l'inflation et au PIB en volume, ou peut-être aux perspectives et aux prévisions à court terme d'inflation et de PIB en volume, mais pas directement au taux de change. À mon avis, cette conclusion est très robuste, et elle résiste à l'épreuve du temps. Des recherches concernant les modèles de petites économies ouvertes (cf. Ball, 1999) montrent qu'une réaction de faible ampleur au taux de change (en réduisant le taux d'intérêt lorsque le taux de change s'apprécie) peut améliorer les performances macroéconomiques, mais les bénéfices sont faibles et ne sont pas confirmés par tous les modèles. Les travaux récents de Batini, Levine et Pearlman (2007) concluent qu'il est quasi optimal pour une règle de politique monétaire de ne pas réagir directement aux variations du taux de change.

À quelle intuition doit-on ce résultat ? Premièrement, les taux de change sont plus volatils que les variables macroéconomiques comme le PIB en volume et l'inflation ; réagir à leurs variations pourrait entraîner des mouvements erratiques du taux d'intérêt, ce qui a des effets préjudiciables à l'économie. Deuxièmement, des taux d'intérêt réagissant à l'inflation ou aux anticipations d'inflation apportent automatiquement une réponse au taux de change (cf. Taylor, 2001). Une dépréciation du taux de change provoque une augmentation de l'inflation dans les modèles empiriques. Par conséquent, relever le taux d'intérêt lorsque l'inflation augmente en raison d'une dépréciation constitue une réponse indirecte au taux de change.

Coopération et décisions relatives au taux d'intérêt

Une autre série plus large de questions porte sur le point de savoir si la globalisation implique que les banques centrales doivent réagir différemment à l'inflation ou au PIB en volume dans les autres pays. La banque centrale du pays A doit-elle réagir plus directement aux événements économiques du pays B dans un contexte de globalisation, et dans ce cas, comment cela affecte-t-il les décisions de politique monétaire du pays B ? À l'évidence, les décisions des banques centrales dans un contexte de globalisation reposent, dans une certaine mesure, sur une observation réciproque.

Cette question peut être traitée de manière formelle en examinant les avantages de la coopération entre banques centrales en matière de *conception* des règles de politique monétaire (cf. Taylor, 1985). Il est essentiel d'évaluer de manière empirique l'ampleur de ces gains potentiels car ils sont probablement positifs en principe et nous devons savoir s'ils se matérialisent en pratique.

Pour plus de précision, nous pouvons utiliser certains concepts de la théorie des jeux. Bien que cela puisse sembler abstrait, je souhaiterais définir une *politique de coopération globale* selon laquelle les banques centrales décideraient *conjointement* de leurs réactions de politique monétaire afin d'atteindre de bons résultats au niveau global. Par sécurité, je pense à un choix international conjoint, par les banques centrales, des paramètres de leur *règle* de politique monétaire pour le taux d'intérêt, une règle de coopération globale. Cela signifie qu'il y a accord sur un objectif global, comme la stabilité des prix et la stabilité de la production pour l'économie mondiale, qui dépendrait bien sûr de la stabilité des prix et de la stabilité de la production dans chaque pays.

En revanche, une règle globale de politique monétaire sans coopération peut être définie comme dans le cas non coopératif de la théorie des jeux ; il s'agit de l'équilibre de Cournot-Nash. Une telle règle non coopérative globale intervient lorsque les responsables de la politique économique dans chaque pays considèrent comme donnés les coefficients de réaction des autres pays. On peut facilement imaginer que les banquiers centraux connaissent les règles des autres banques centrales lorsqu'ils procèdent à des simulations de stratégies alternatives. Ils déterminent alors la meilleure réponse en termes de taux d'intérêt

dans leur pays pour instaurer la stabilité des prix et de la production. La banque centrale crée ainsi une règle conditionnée par celles des banques centrales étrangères. La politique de Cournot-Nash globale suppose que les autres banques centrales procèdent de même. L'équilibre est atteint lorsque la règle que chaque banque centrale pose comme donnée pour les autres banques centrales est optimale pour celles-ci. Cet équilibre est la règle non coopérative globale.

Que l'on y croie ou pas, il est informatiquement possible de calculer ces politiques avec des modèles empiriques multi-pays. Ces calculs montrent que les règles de politique monétaire sont différentes, comme on pouvait peut-être s'y attendre, pour les politiques coopératives et les politiques non coopératives. Par exemple, la politique de coopération globale implique une réponse de moindre ampleur du taux d'intérêt au taux d'inflation que la politique Cournot-Nash globale. Pourquoi ? Lorsqu'une banque centrale relève son taux directeur en réponse à une hausse du taux d'inflation, le taux de change a tendance à s'apprécier dans ce pays et à se déprécier dans les autres pays. La dépréciation à l'étranger s'y traduit par de l'inflation et cela impose que les banques centrales des autres pays relèvent leur taux directeur. Avec la politique coopérative, l'ampleur plus faible de la réponse initiale réduit ces interactions.

Toutefois, selon les modèles empiriques, les gains tirés de l'utilisation d'une règle de politique coopérative sont très peu élevés quantitativement par rapport à l'utilisation d'une règle de politique non coopérative et, en pratique, la politique monétaire pourrait facilement ignorer ces complications internationales (cf. Carozzi et Taylor, 1985). La règle non coopérative globale génère un système international exploitable et le surcroît de complexité d'une coopération telle que celle définie ici ne se justifie plus. En se concentrant de manière optimale sur les objectifs de stabilité des prix et de la production séparément dans chaque pays, la politique non coopérative représente déjà une grande amélioration par rapport aux politiques non optimales des années soixante-dix. Des travaux plus récents de Coenen, Lombardo, Smets et Straub (2007) examinent également les gains découlant de la coopération en matière de politique monétaire à partir d'un concept légèrement différent de coopération et de non coopération : boucle ouverte (*open-loop*) au lieu de boucle fermée (*closed-loop*). Ils en concluent également que ces gains sont faibles.

Coopération au sens large

Il importe toutefois de remarquer que même cette politique globale non coopérative de Cournot-Nash, telle que définie ici, implique une dose significative de coopération au sens ordinaire de ce mot. Pour le moins, il est nécessaire que les banques centrales coopèrent en fournissant des informations claires et transparentes quant à leurs propres réactions de politique monétaire. Se rencontrer et procéder à des échanges de vues ainsi que cela se fait dans des forums tels que la BRI, l'OCDE et le FMI est important pour que les responsables de la politique monétaire puissent prendre des décisions en tenant compte de leurs homologues.

La coopération est également essentielle pour le compartiment de la politique monétaire ne comportant pas de modification du taux d'intérêt au jour le jour, qui recouvre les efforts de fourniture de liquidité, les accords de *swaps* et l'utilisation de nouvelles facilités comme le nouveau dispositif temporaire d'adjudication (*term auction facility*) du Système fédéral de réserve. L'échange d'informations de manière rapide et transparente est primordial en période de crise sur les marchés de capitaux.

Revue de l'expérience

À mon avis, le cadre effectif de la politique monétaire qui a été mis en place au cours de cette période par les banques centrales était raisonnablement proche de cette théorie et des recommandations induites par les modèles empiriques. Au moins jusque récemment, la politique consistait de façon assez explicite à ne pas réagir aux taux de change autrement que de manière indirecte au travers des effets de l'inflation et du PIB en volume. De nombreuses banques centrales ont suivi une stratégie de cette nature dans le cadre de leur approche générale de ciblage d'inflation. Toutefois, ainsi qu'Edwards (2005) l'a souligné, les fonctions de réaction estimées montrent que certaines économies de marché émergentes ont tenu compte des taux de change même lorsque ces actions ne faisaient pas partie de leur stratégie déclarée. Je reviendrai sur cette question en formulant mes observations.

Une autre caractéristique du cadre international de politique monétaire actuel compatible avec la théorie est que le comportement d'une banque centrale est plutôt bien décrit par une stratégie de Cournot-Nash globale. Les banques centrales réalisent leurs meilleures

estimations de la réponse probable des autres banques centrales avant de déterminer la réponse appropriée pour elles-mêmes. De nombreuses banques centrales suivant cette approche, la stratégie qui en découle correspond au concept de Cournot-Nash. Elles ont judicieusement résisté à la tentation d'obtenir des gains supplémentaires de la coopération au sens formel de la théorie des jeux, mais elles ont coopéré en échangeant des informations relatives à leurs stratégies.

Dans l'ensemble, l'expérience a été très positive. La stabilité des prix et la stabilité de la production se sont considérablement améliorées depuis les années soixante-dix. Parallèlement, toutefois, le cadre de la politique monétaire et la stabilité accrue ont entraîné d'autres modifications qui ont des conséquences pour de nouvelles avancées de la politique monétaire, ce que j'examinerai ci-après.

La globalisation et l'atténuation de la répercussion du taux de change

Une des modifications les plus significatives de l'économie mondiale ces dernières années est la forte réduction du degré de répercussion du taux de change. Cette évolution a été décrite empiriquement dans de nombreux pays. Certains ont attribué ce déclin à la globalisation accrue et en particulier à l'intensification de la concurrence étrangère. Selon eux, la pression qui en résulte sur les prix empêche les entreprises de répercuter intégralement la hausse du coût induite par les augmentations de prix des biens importés.

J'ai soutenu (cf. Taylor, 2000) que ce mouvement de déclin résulte plus probablement du fait que la politique monétaire s'attache de façon plus crédible à la stabilité des prix et d'une orientation moins accommodante en matière d'inflation. Si on s'attend à ce que l'inflation reste faible, les entreprises reconnaîtront la nature temporaire des hausses des prix nominaux et auront moins de raison de répercuter une hausse des coûts. De nombreuses études empiriques ont tenté de déterminer quelle est la théorie ayant le plus grand pouvoir explicatif.

Les deux explications ont des conséquences très différentes pour la politique monétaire. Si la première explication est correcte, alors les responsables de politique économique pourraient considérer le faible niveau de répercussion comme une caractéristique structurelle de l'économie, qui n'est pas susceptible

de varier au gré de la politique monétaire. Dès lors, la stratégie optimale impliquerait une plus forte réduction du taux d'intérêt en réponse à un recul de la production car la dépréciation du taux de change résultant de la baisse du taux d'intérêt ne se répercuterait pas très fortement sur l'inflation. Toutefois, si le plus faible degré de répercussion résulte d'une politique non accommodante, alors ces actions accommodantes pourraient inverser le mouvement de déclin et avoir une influence plus forte que prévu sur l'inflation.

On remarque que dans ce cas, la globalisation complique la tâche incombant à la politique monétaire en brouillant la source de l'atténuation de la répercussion. Le même type de distorsion du signal se manifeste dans les circonstances que je vais aborder.

Globalisation et dynamique de l'inflation à court terme

D'autres modifications significatives de l'économie mondiale sont du domaine de la relation de court terme entre inflation et production. Les explications de ces changements invoquent fréquemment la globalisation. Par exemple, Rogoff (2004, 2006) a montré que la concurrence accrue associée à la globalisation devrait accentuer la pente de la courbe de Phillips en rendant les prix plus sensibles aux variations de la demande. Cette sensibilité accrue des prix a été citée comme une explication des excellents résultats en matière d'inflation de ces vingt dernières années, une accentuation de la pente de la courbe de Phillips réduisant les gains de production à court terme qu'une inflation surprise pourrait apporter ; cela réduit par conséquent les incitations pour les responsables politiques à s'écarter de leurs objectifs d'inflation.

Les observations empiriques ont montré, toutefois, que la pente de la courbe de Phillips s'est aplatie plutôt qu'accentuée (cf. Roberts, 2006), et il y a eu une multitude d'explications à ce phénomène. L'explication la plus largement discutée est encore la mondialisation, et précisément que la pente plus faible de la courbe de Phillips résulte des effets agrégés à l'échelle mondiale de la demande sur l'inflation, par lesquels l'inflation enregistrée dans un pays est liée aux écarts de production ou au chômage dans les autres pays. Toutefois, pour que cet effet fonctionne, le plus faible coefficient de production d'un pays dans la courbe de Phillips devrait être compensé par des coefficients supérieurs pour la production

des autres pays. Kohn (2006) a montré qu'il n'y a guère d'éléments attestant d'une telle compensation. Cf. également Ihrig *et al.* (2007).

Une autre explication faisant intervenir la globalisation est qu'il existe des liens directs entre les rémunérations dans les différents pays en raison de la délocalisation des services de main-d'œuvre, ainsi que l'ont modélisé Grossman et Rossi-Hansberg (2006). Toutefois, il n'existe pas encore d'éléments attestant d'une intensification de la relation internationale entre les salaires.

Il existe une autre explication à l'atténuation de la pente qui n'a rien à voir avec la mondialisation. On la doit à Roberts (2006) et elle correspond bien aux faits. Comme l'a montré Roberts (2006), la pente estimée pourrait avoir fléchi simplement parce que la politique monétaire est devenue plus agressive dans sa maîtrise de l'inflation. Une hausse de la production semble avoir un effet moindre sur l'inflation car on attend de la politique monétaire qu'elle agisse pour empêcher de telles hausses.

Comme dans le cas de la répercussion, les différentes explications de la modification de la pente de la courbe de Phillips ont des implications stratégiques radicalement différentes. Si l'aplatissement de la courbe résulte des modifications structurelles dues à la mondialisation, alors l'exercice optimal de la politique monétaire pourrait entraîner une orientation plus accommodante vis-à-vis de l'inflation et cela pourrait s'avérer légitime. Mais si l'infléchissement de la pente était dû à la politique non accommodante en vigueur, alors cette modification en faveur d'une politique plus accommodante ne serait pas justifiée.

Il existe une autre explication fréquemment débattue bien que conceptuellement différente à l'impact de la mondialisation sur l'inflation. Il s'agit d'un simple effet direct par lequel les importations à bas prix en provenance de pays en développement à bas coûts de production comme la Chine maintiennent un faible niveau d'inflation. Toutefois, comme dans le cas de la répercussion, il existe une autre explication plus traditionnelle qui est largement attestée depuis plusieurs années, à savoir que la politique monétaire elle-même a été la raison principale du maintien de l'inflation à un niveau bas et stable à travers le monde. L'explication de la désinflation sur la durée par la « concurrence étrangère » est très populaire, mais ne repose pas sur des bases de théorie monétaire solides. La concurrence est un effet de niveau plutôt qu'un

effet de taux de variation et l'inflation résulte en fin de compte de l'accélération de la croissance monétaire.

La globalisation et l'influence du taux de change sur la politique dans la pratique

Permettez-moi de revenir au constat selon lequel certaines banques centrales ont semblé récemment réagir aux taux de change lorsqu'elles fixent les taux d'intérêt, ainsi qu'Edwards (2005) l'a avancé en présentant des résultats de régression statistique attestant d'une implication des taux de change dans les règles de politique monétaire. Un autre élément témoignant de ce phénomène est que les banques centrales mentionnent parfois dans quelle mesure le taux d'intérêt qui prévaut à travers le monde influence leurs décisions. S'il y a des préoccupations relatives aux fluctuations des taux de change, faire s'écarter le taux d'intérêt de celui en vigueur à l'échelle internationale pourrait provoquer une appréciation ou une dépréciation de la devise, ce que la banque centrale pourrait souhaiter éviter, peut-être en raison de pressions politiques. De nombreux banquiers centraux, même ceux recourant à des politiques de taux de change flexible, observent attentivement le taux des fonds fédéraux américains lorsqu'ils prennent des décisions de politique monétaire.

Pour illustrer ce point, examinons la relation entre les taux d'intérêt de la zone euro et les taux d'intérêt des États-Unis au cours des dernières années. Considérons en particulier l'écart affiché par la cible de taux d'intérêt au jour le jour de la Banque centrale européenne vis-à-vis d'une ligne directrice simple pour ce taux, la règle de Taylor, qui dépend du taux d'inflation et de l'écart entre le PIB en volume et son niveau potentiel. À cet effet, je mesure le taux d'inflation par le taux de variation moyen sur quatre trimestres de l'indice des prix à la consommation harmonisé et l'écart de PIB en volume par l'écart en pourcentage du PIB en volume par rapport à une tendance estimée par une procédure statistique usuelle : le filtre de Hodrick-Prescott.

Si l'on observe à présent la relation entre cet écart et le taux effectif des fonds fédéraux aux États-Unis au cours de la période 2000-2006, on constate une corrélation empirique étroite entre les deux. Une estimation de la relation linéaire, avec l'écart comme variable à expliquer, donne un coefficient pour le taux des fonds fédéraux de 0,21, ce qui signifie que chaque réduction d'un point de pourcentage du taux des fonds fédéraux a été associée à une réduction

d'1/5 de point de pourcentage du taux d'intérêt de la BCE en-dessous de ce qui aurait été souhaitable en termes de stabilité des prix et de stabilité de la production en Europe (cf. Taylor, 2007). La relation a un degré de significativité statistique élevé (t-statistique égale à 3,5). Sur une partie de la période, le taux directeur de la BCE a été inférieur à cette référence et, selon ces estimations, une part significative de l'écart est « expliquée » par le niveau inférieur à la normale du taux des fonds fédéraux aux États-Unis. J'ai noté d'importants effets similaires des taux d'intérêt étrangers pour d'autres banques centrales.

Ces corrélations suggèrent une autre conséquence de la mondialisation : le danger que les banques centrales puissent s'écarter de la trajectoire en raison de préoccupations liées au taux de change. Si cela conduit les banques centrales à sortir du cadre qui s'est avéré efficace par le passé, ce pourrait être déstabilisant. Plus précisément, si les banques centrales sont poussées à ramener leurs taux d'intérêt au-dessous des niveaux requis par la stabilité des prix, cela pourrait être inflationniste.

Conclusion

Dans ces commentaires, j'ai étudié les conséquences de la mondialisation sur la politique monétaire en recourant à la théorie monétaire, aux modèles empiriques et à l'expérience monétaire. J'ai examiné comment un cadre de politique monétaire capable de faire face à la mondialisation s'est développé après les années soixante-dix alors que les interdépendances au sein de l'économie internationale se développaient après la fin du système de Bretton Woods. Le dispositif international impliquait de se concentrer sur une cible d'inflation, d'ajuster l'instrument qu'est le taux d'intérêt dans chaque pays aux variations de l'inflation et de la production dans ce pays, et de coopérer avec les autres banques centrales en échangeant des informations relatives aux politiques de taux d'intérêt ainsi qu'aux politiques de fourniture de liquidité en période de crise des paiements. En principe, le dispositif n'impliquait pas de réaction directe aux variations des taux de change ou de fixation coordonnée d'une stratégie systématique en matière de décisions relatives aux taux d'intérêt, que ce soit sous forme de cible d'inflation ou de réactions systématiques des taux d'intérêt aux évolutions macroéconomiques.

Ce dispositif a bien fonctionné pendant près d'un quart de siècle. Aujourd'hui, toutefois, la globalisation

menace le même cadre de politique monétaire efficace qui avait été conçu pour y faire face il y a vingt-cinq ans.

Premièrement, le concept de globalisation a eu tendance à troubler nos théories monétaires tandis que le monde a changé. Qu'il s'agisse de l'atténuation de la répercussion des taux de change, de l'aplatissement de la courbe de Phillips ou de la désinflation de ces vingt-cinq dernières années, on invoque souvent la globalisation comme explication. Mais la globalisation n'est pas indispensable pour expliquer ces phénomènes. Le cadre de la politique monétaire y suffit et, à mon avis, la corrélation entre la globalisation et ces phénomènes est infondée. Le recours à la globalisation comme explication de ces phénomènes présente le risque d'entraîner une détérioration des politiques monétaires, ainsi que je l'ai montré par ces observations. Pour cette seule raison, la globalisation représente un défi pour les responsables de la politique monétaire. La meilleure façon d'y faire face est de s'appuyer sur des travaux de recherche rigoureux portant sur la globalisation

et la politique monétaire, comme Fisher (2006, 2007) l'a réclamé. Cela nous aiderait à clarifier les théories et à démêler le vrai du faux.

Deuxièmement, bien que le cadre monétaire ne requiert guère d'action directe sur les taux d'intérêt pour faire face aux évolutions du taux de change, il semble que les banques centrales aient tenu compte des taux de change dans leurs réponses en termes de taux d'intérêt. Nous ignorons toujours une partie des raisons à l'origine de ces réponses ou l'ampleur du problème qu'elles représentent en pratique, bien que j'aie fourni certaines indications concrètes dans mes observations. Dans l'environnement actuel, elles pourraient être inflationnistes, et elles pourraient même expliquer en partie les niveaux élevés de l'inflation mondiale que nous observons aujourd'hui. Il y a peut-être plus à gagner que nous ne le pensions auparavant à une politique de coopération globale qui met simplement l'accent sur l'objectif de stabilité mondiale des prix. De nouveaux travaux de recherche sont également nécessaires pour traiter ce problème qui pourrait perdurer.

Bibliographie

Ball (L.) (1999)

“Policy rules in open economies”, in John B. Taylor (Ed.) *Monetary policy rules*, University of Chicago Press, Chicago, IL

Batini (N.), Levine (P.) et Pearlman (J.) (2007)

“Monetary rules in a partially dollarised small open economy with financial market imperfections”, document de travail présenté à la conférence du National Bureau of Economic Research sur « Les dimensions internationales de la politique monétaire », Gérone, Espagne, juin

Bryant (R. C.), Hooper (P.) et Mann (C. L.) (1993)

“Evaluating policy regimes: new research in empirical macroeconomics”, Institution Brookings, Washington DC

Carlozzi (N.) et Taylor (J. B.) (1985)

“International capital mobility and the coordination of monetary rules”, in Jagdeep S. Bhandari (Ed.) *Exchange rate management under uncertainty*, MIT Press, Cambridge, MA, p. 186-211

Coenen (G.), Lombardo (G.), Smets (R.) et Straub (R.) (2007)

“International transmission and monetary policy cooperation”, document de travail présenté à la conférence du National Bureau of Economic Research sur « Les dimensions internationales de la politique monétaire », Gérone, Espagne, juin

Edwards (S.) (2005)

“The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited”, préparé pour une conférence à la Banque centrale du Chili

Fisher (R.) (2006)

“Coping with globalisation’s impact on monetary policy”, observations adressées à la National Association for Business Economics, tour de table de la réunion de 2006 de l’Allied Social Science Association, Boston, Massachusetts, 6 janvier

Fisher (R.) (2007)

“Globalising the knowledge economy”, observations adressées lors du *Houston World Affairs Council*, Houston, Texas, 13 avril

Grossman (G. M.) et Rossi-Hansberg (E.) (2006)

“The rise of offshoring: it’s not wine for cloth anymore”, in “The new economic geography: effects and policy implications”, colloque Jackson Hole parrainé par la Federal Reserve Bank of Kansas City

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

“Some simple tests of the globalisation and inflation hypothesis”, Federal Reserve Board

Kohn (D. L.) (2006)

“The effects of globalisation on inflation and their implications for monetary policy”, Economic conference, Federal Reserve Bank of Boston

Roberts (J.) (2006)

“Monetary policy and inflation dynamics”, *International Journal of Central banking*, vol. 2, n° 3, septembre

Rogoff (K.) (2004)

“Globalisation and global disinflation”, in “Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy”, colloque Jackson Hole parrainé par la Federal Reserve Bank of Kansas City

Rogoff (K.) (2006)

“Impact of globalisation on monetary policy”, in “The new economic geography: effects and policy implications”, colloque Jackson Hole, parrainé par la Federal Reserve Bank of Kansas City

Taylor (J. B.) (1985)

“International coordination in the design of macroeconomic policy rules”, *European Economic Review*, vol. 28, p. 53-81

Taylor (J. B.) (2000)

“Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms”, *European Economic Review*, vol. 44, p. 1389-1408

Taylor (J. B.) (2001)

“The role of exchange rates in monetary policy rules”, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 91, n° 2, p. 263-267

Taylor (J. B.) (2007)

“Globalisation and monetary policy: missions impossible”, conférence du National Bureau of Economic Research sur « Les dimensions internationales de la politique monétaire », Gérone, Espagne, juin

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 Galí, 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.