

# 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