

La Banque de France a organisé son cinquième colloque international biennal le 7 mars à Paris sur le thème « Globalisation, inflation et politique monétaire ». L'actualité et la pertinence de ces questions ont attiré plus de 250 personnes, issues de cercles très variés : les participants comptaient notamment les représentants d'une soixantaine de banques centrales, une dizaine de membres d'institutions internationales, une trentaine d'universitaires de renom et une vingtaine de dirigeants de banques privées, venant de tous les continents.

Lors de son allocution introductive, Christian Noyer a souligné que, contrairement à ce qui avait pu se dire par le passé, la politique monétaire impliquait aujourd'hui plusieurs défis, sur un plan tant conceptuel qu'opérationnel, et n'était de ce fait absolument pas « ennuyeuse ». Tout au long de la journée, les participants ont débattu autour des trois problématiques principales qui ont émergé.

- La globalisation a-t-elle créé un environnement favorable pour la politique monétaire ?
- Quel est le rôle des banques centrales dans la crise financière actuelle ?
- Dans quelle mesure toutes ces évolutions ont-elles modifié le métier des banquiers centraux ?

I | Les banquiers centraux ont-ils eu de la chance ou du talent ?

Les deux dernières décennies ont été marquées par la « grande modération », qui s'est caractérisée par une volatilité macroéconomique réduite et une inflation basse. Les participants au colloque se sont interrogés sur le rôle joué par la politique monétaire dans ces évolutions. À la question spécifique visant à savoir si les banquiers centraux avaient été plutôt chanceux ou talentueux, John Lipsky a répondu par un « oui » malicieux, auquel l'assistance a semblé adhérer.

I | La globalisation semble avoir créé un environnement favorable pour la politique monétaire

La globalisation a pu faciliter l'atteinte des objectifs de la politique monétaires *via* plusieurs canaux.

Premièrement, la globalisation, avec l'intégration de centaines de millions de travailleurs de pays émergents dans l'économie de marché, a été équivalente à une succession de chocs d'offre positifs et a probablement contribué à l'accélération observée de la productivité, comme l'ont reconnu certains participants, dont Christian Noyer, Kenneth Rogoff, Richard Fisher et Yi Gang.

Deuxièmement, la globalisation a réduit le pouvoir de monopole des entreprises et des travailleurs en accroissant la concurrence sur les marchés des biens, des services et du travail, comme cela a été souligné par Kenneth Rogoff, John Lipsky et Janet Yellen. Ces évolutions ont pu exercer des pressions à la baisse sur les taux de marge des entreprises et sur les coûts unitaires du travail.

Troisièmement, comme suggéré par William White, le *savings glut*, période d'« appétit pour l'épargne » favorisée par l'abondance de liquidité, a réduit la demande globale *ex ante*, et par la même occasion les pressions inflationnistes mondiales.

Quatrièmement, les travaux de Kenneth Rogoff ont montré que la globalisation a pu renforcer la crédibilité de la politique monétaire par son impact sur la courbe de Phillips. Par ailleurs, Richard Fisher et Martin Redrado ont suggéré que la mobilité accrue des capitaux a pu inciter les autorités à mener des politiques économiques saines.

Les faits stylisés décrits par William White résultent en grande partie de ces évolutions : l'inflation est devenue moins persistante ; le degré de transmission,

aux prix à la consommation, des variations des taux de change et des prix des matières premières a diminué ; les anticipations d'inflation se sont stabilisées à un bas niveau ; les courbes de Phillips se sont aplaties et l'offre mondiale joue un rôle accru dans la détermination de l'inflation.

Au total, les banques centrales ont pu bénéficier implicitement de la globalisation. Comme l'a suggéré Kenneth Rogoff, certaines faiblesses du cadre de la politique monétaire ont même pu être masquées par la forte croissance observée de la productivité.

I | 2 Toutefois, le soutien apporté par la mondialisation aux banques centrales ne devrait pas être surestimé

De nombreux intervenants, dont Christian Noyer, Richard Fisher, Martin Redrado et John Lipsky, ont rappelé que la globalisation ne pouvait affecter directement l'inflation que si elle avait un impact sur le niveau général des prix et non pas sur les seuls prix relatifs. Or peu de résultats empiriques soutiennent cet impact sur le niveau général des prix. Le FMI a estimé que l'impact direct de la globalisation sur l'inflation était faible, autour de 0,25 point par an.

L'impact indirect de la globalisation sur l'inflation provient de la concurrence sur les marchés des biens, des services et du travail, alors que l'impact direct est à relier aux prix d'import. Janet Yellen a souligné que les résultats empiriques concernant cet impact indirect ne font pas l'objet d'un consensus et qu'il pourrait par conséquent être assez limité.

Philippe Martin a souligné que la globalisation n'a pas conduit à l'abaissement du ratio de sacrifice, qui est la mesure de l'arbitrage de court terme entre croissance et inflation, et a même pu contribuer à sa hausse.

Enfin, Janet Yellen et Martin Redrado ont insisté sur la prééminence de l'action des banques centrales dans la baisse puis la stabilisation de l'inflation. Les politiques monétaires devenues plus crédibles devraient être considérées comme les principales responsables de la « grande modération ».

I | 3 Par ailleurs, l'impact de la globalisation est devenu moins favorable

"Some say the world will end in fire, some say in ice". Par cette citation de Robert Frost, Kenneth Rogoff a voulu souligner la multiplicité des opinions quant à la principale menace pesant actuellement sur l'économie mondiale. La « glace » de la métaphore représente les pressions inflationnistes accrues, alors que le « feu » fait référence à la crise financière née des *subprime*.

Tout d'abord, comme souligné par Jean-Claude Trichet, Richard Fisher et John Lipsky, les prix des matières premières, et en particulier de l'énergie, ont atteint des niveaux historiquement élevés, en raison principalement de l'incapacité de l'offre à s'ajuster à une demande accrue. Le découplage, à ce stade, des pays émergents du cycle d'affaires américain contribue à maintenir ce niveau de prix élevé.

Ensuite, les perspectives relatives à l'utilisation des capacités mondiales sont devenues moins favorables : William White et Janet Yellen ont insisté sur la diminution significative du degré de sous-utilisation des capacités mondiales ; on observe par conséquent un accroissement des pressions sur les coûts et les prix en Asie comme l'ont souligné Kenneth Rogoff et Martin Redrado ; Yi Gang a rappelé le processus de convergence qui était en cours dans les pays émergents.

Enfin, Philippe Martin a expliqué que l'impact des exportations des pays émergents sur les termes de l'échange des pays industrialisés dépendrait à l'avenir de la nature de ce commerce : si l'augmentation des échanges est principalement liée à une hausse de la productivité dans les pays émergents, ce qui correspond alors à la marge « intensive », les termes de l'échange des pays industrialisés s'améliorent. En revanche, si les exportations des pays émergents sont principalement constituées de nouveaux biens, ce qui correspond à la marge « extensive », les termes de l'échange des pays industriels se détériorent.

Kenneth Rogoff, Yi Gang et Martin Wolf ont par ailleurs suggéré que l'orientation accommodante de la politique monétaire durant ces dernières années a pu alimenter les pressions actuelles. Janet Yellen s'est élevée contre

ce point de vue, soulignant qu'en termes de taux d'intérêt réels d'équilibre, la politique monétaire n'a pas été particulièrement accommodante.

William White a mentionné la possibilité d'un risque opposé de déflation, qui résulterait d'un ajustement désordonné des déséquilibres mondiaux.

Les défis posés par la conjoncture actuelle vont constituer un test de robustesse pour le nouveau cadre de politique monétaire. Comme l'ont souligné notamment John Lipsky, Christian Noyer, Martin Redrado et Richard Fisher, les banques centrales vont devoir faire face aux conséquences réelles des turbulences financières. Cependant, elles ne pourront pas se reposer uniquement sur les prévisions de baisse de l'inflation pour le courant de l'année 2008, puisque les prix des matières premières sont particulièrement difficiles à prévoir et que des effets de second tour pourraient apparaître.

2| Comment les banques centrales doivent-elles interpréter la crise financière actuelle et réagir face à elle ?

Alors que dans son allocution introductive Christian Noyer avait souligné l'urgente nécessité de bien comprendre les liens entre stabilité monétaire et financière dans une période marquée par un environnement financier plus volatil, la situation nouvelle engendrée par la crise actuelle a aussi conduit à un changement pour l'économie américaine comme décrit par Kenneth Rogoff. En effet, les États-Unis sont aujourd'hui menacés par le « feu » des turbulences financières apparues dans le sillage de la crise des *subprime* — qui s'ajoutent à la « glace » créée par la résurgence de l'inflation, comme mentionné précédemment.

Les participants se sont plus particulièrement attachés à trois questions : l'origine de la crise actuelle, ses principales caractéristiques et la réponse des banques centrales.

2|1 L'origine de la crise

En ce qui concerne l'origine de la crise, plusieurs facteurs ont été mentionnés. Parmi eux, les flux internationaux de capitaux reçus par les pays sont considérés comme un élément majeur affectant les petites économies ouvertes, comme l'a rappelé Alan Bollard. Ils constituent aussi, selon Kenneth Rogoff et Martin Wolf, un vecteur important et récurrent de tous les épisodes de crises.

Un environnement propice à l'apparition de crises a aussi été favorisé par une situation marquée par l'abondance de liquidités, dans un contexte d'excès d'épargne (hypothèse du *savings glut*) et de politique monétaire américaine accommodante, selon Kenneth Rogoff et Martin Wolf.

Mais Hélène Rey et Nout Wellink ont aussi mentionné des faiblesses structurelles dans le fonctionnement des institutions financières comme l'échec du modèle d'intermédiation fondé sur le modèle du *originate-to-distribute*, qui a aggravé l'aléa moral et conduit à une croissance accélérée du crédit.

2|2 Principales caractéristiques de la crise

Les participants ont aussi cherché à décrire le déroulement de la crise et ses principales caractéristiques, indiquant que certaines étaient nouvelles et d'autres plus traditionnelles. En effet, la crise présente des aspects nouveaux dans la mesure où elle affecte les marchés financiers des pays développés, notamment les États-Unis et le Royaume-Uni, plusieurs marchés à la fois et qu'elle peut même s'étendre encore. Selon Martin Wolf, *"losses keep bleeding out"*. Mais d'autres aspects sont plus traditionnels, comme souligné par Kenneth Rogoff sur la base de travaux de recherche récents montrant que les crises bancaires suivent souvent l'éclatement d'une bulle immobilière.

De plus, un large consensus est apparu sur le rôle de l'incertitude (« au sens de Knight », c'est-à-dire que la

distribution de probabilité est inconnue, par opposition aux situations de « risque », que les banques ont l'habitude de gérer). Comme montré par Arvind Krishnamurthy, cela peut provenir de la complexité des instruments financiers en période d'innovation financière intense. L'incertitude modifie les comportements et le fonctionnement des marchés financiers.

Le manque de robustesse de certains instruments face aux situations de crise et de fortes réductions de la liquidité (comme le montre l'exemple de *Northern Rock*) peuvent aussi accroître l'incertitude, conduisant à une situation de « globalisation des doutes », selon la formule d'Hélène Rey. Mais cette situation a été largement aggravée par des phénomènes d'amplification causés par des « non-linéarités » et des « cercles vicieux », comme décrit aussi par Hélène Rey. Soulignant la responsabilité des règles comptables (*mark-to-market*), elle a cité Claude Bébéar qui aurait noté que « ce n'est pas parce que votre voisin vend sa maison pour une bouchée de pain que la vôtre ne vaut pas plus, dès lors que vous n'avez pas besoin de la vendre ».

2|3 La réponse des banques centrales

D'un côté, les banquiers centraux ont reconnu les apports de la globalisation. En particulier, pour les pays émergents, Yaga Venugopal Reddy a souligné les bénéfices évidents des entrées de capitaux sous forme d'actions, ainsi que de la libéralisation progressive du compte de capital. De l'autre côté, les participants ont souligné que la crise actuelle faisait apparaître de nouveaux défis.

Pour Arvind Krishnamurthy, dans une situation où l'incertitude prédomine, la politique de la banque centrale doit prendre la forme d'un pré-engagement en faveur d'une intervention du prêteur en dernier ressort, en vue d'offrir plus de certitude aux participants de marché. Mais Nout Wellink s'est inquiété des risques d'aléa moral engendré par une telle politique. Les actions des banques centrales pour fournir de la liquidité doivent être coordonnées. De plus, Arvind Krishnamurthy comme Nout Wellink ont conseillé aux banques centrales et aux superviseurs de concentrer leur attention sur les « *pressure points* » en matière de risque et de gestion de la liquidité afin d'éviter le déclenchement de nouvelles crises et des « non-linéarités » mentionnées précédemment.

En ce qui concerne les changements réglementaires, Martin Wolf s'est inquiété du risque de sur-réglementation. Christian Noyer a indiqué que le FMI pouvait avoir un rôle à jouer afin de favoriser la convergence des systèmes financiers, actuellement organisés ou réglementés selon des principes très différents.

Finalement, s'agissant de la pratique du *mark-to-market* et de sa responsabilité comme facteur empêchant le retour à des conditions normales de liquidité, Jacob Frenkel a fortement incité les régulateurs à communiquer aux marchés financiers l'idée selon laquelle la correction actuelle est imprécise et erronée et qu'il y a de bonnes raisons de se préoccuper de cette question.

3| Quelles sont les implications de la globalisation pour la conduite de la politique monétaire ?

Le troisième sujet abordé durant le symposium a concerné les implications potentielles de la globalisation pour la conduite de la politique monétaire.

3|1 L'élaboration de la politique monétaire a été rendue plus complexe avec la globalisation

Un consensus général s'est dégagé autour de l'idée que la globalisation a rendu l'élaboration de la politique monétaire plus difficile, pour quatre principales raisons.

Premièrement, la globalisation a rendu plus difficile l'interprétation de certains faits stylisés clés (plus faible *pass-through* du taux de change dans certains pays, aplatissement de la courbe de Phillips, inflation plus basse). En effet, chacun d'entre eux peut s'expliquer soit par la globalisation, soit par la plus grande crédibilité des politiques monétaires. La difficulté à interpréter ces faits stylisés est problématique parce que leurs implications pour la conduite de la politique monétaire dépendent crucialement de l'interprétation considérée, comme l'a remarqué John Taylor.

Deuxièmement, la globalisation a rendu les économies nationales plus sensibles aux chocs externes, de sorte que les banques centrales ont besoin de mobiliser des ressources pour analyser et surveiller de près les évolutions externes, comme l'ont reconnu Richard Fisher, Donald Kohn et Jürgen Stark. Il est, par exemple, très important pour la conduite de la politique monétaire, comme l'a souligné Donald Kohn, d'évaluer la nature permanente ou transitoire de la hausse récente des prix pétroliers.

Troisièmement, la globalisation a affecté structurellement les économies et par conséquent a modifié les mécanismes de propagation des chocs, comme l'a noté Jürgen Stark.

Quatrièmement, la globalisation a affecté les mécanismes de transmission de la politique monétaire et les a rendus plus incertains, comme l'ont souligné Donald Kohn, Christian Noyer et Jürgen Stark, du fait notamment de l'influence accrue des marchés financiers mondiaux sur les prix d'actifs nationaux et du rôle du taux de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Cependant, comme l'ont remarqué Jürgen Stark et Richard Fisher, les banques centrales gardent leur capacité à contrôler les taux d'intérêt de court terme et l'inflation.

3 | 2 Cependant, pour la plupart des intervenants, la globalisation ne devrait pas changer fondamentalement les stratégies de politique monétaire

À première vue, on pourrait penser à de nombreuses raisons pour lesquelles la globalisation pourrait appeler un ajustement des stratégies de politique monétaire, comme l'a souligné Guillermo Ortiz : par exemple, la globalisation pourrait appeler un ajustement des objectifs de stabilité des prix des banques centrales, de leurs analyses économiques et monétaires ou de leur degré de réaction à diverses variables qui ont pris de l'importance avec les marchés globaux, comme le taux de change.

Cependant, toutes choses considérées, un consensus général s'est dégagé autour de l'idée que la globalisation

ne devrait pas changer fondamentalement les stratégies de politique monétaire pour les quatre principales raisons suivantes.

Tout d'abord, la globalisation ne change pas les règles de l'économie monétaire : comme l'a souligné Jürgen Stark, l'inflation est toujours un phénomène monétaire à moyen et long termes et les taux de change flexibles restent une condition *sine qua non* de la stabilité des prix.

Ensuite, plus précisément, la globalisation n'appelle pas une réaction de politique monétaire aux évolutions du taux de change au-delà de leurs effets sur l'inflation nationale, comme l'a défendu John Taylor, approuvé par Eric Chaney et Jürgen Stark. Néanmoins, John Taylor a suggéré, sur la base des résultats d'une analyse économétrique simple, que certaines banques centrales (dont la BCE) pourraient avoir récemment réagi aux évolutions mêmes du taux de change — ce qu'il a regretté. Eric Chaney et Jürgen Stark (ce dernier en partie sur la base de sa propre expérience) ont sur ce point exprimé leur désaccord avec John Taylor et ont proposé des interprétations alternatives de ses résultats.

De plus, et particulièrement dans le contexte de la globalisation, la politique monétaire doit viser à ancrer fermement les anticipations d'inflation, comme l'a défendu Jürgen Stark. De nombreux autres intervenants, parmi lesquels Richard Fisher, Martin Redrado, Kenneth Rogoff et Janet Yellen, ont souligné de diverses manières que la crédibilité de la détermination des banques centrales à atteindre leur objectif de stabilité des prix reste un facteur clé du succès de leurs politiques monétaires.

Enfin, la globalisation n'appelle pas une coopération internationale des politiques monétaires au-delà de la coordination dans l'approvisionnement en liquidités et d'un échange ouvert de vues et d'informations, comme l'a notamment défendu John Taylor, opinion partagée aussi par Donald Kohn et Jürgen Stark.

Pour toutes ces raisons, Christian Noyer et Jürgen Stark ont souligné que la stratégie de politique monétaire de la BCE, en particulier, avec son mandat clair de maintien de la stabilité des prix, sa définition de la stabilité des prix en termes d'inflation totale (plutôt que d'inflation sous-jacente) et son cadre à deux piliers, était appropriée pour relever les défis lancés par la mondialisation à la politique monétaire.

Malgré ce consensus général, deux principaux arguments ont été invoqués par deux intervenants en faveur d'un changement des stratégies de politique monétaire face à la globalisation.

D'une part, Eric Chaney a tiré argument de l'asymétrie du degré de rigidité des prix pour suggérer que l'objectif de stabilité des prix des banques centrales soit relevé durant les périodes où les effets nets de la globalisation sont désinflationnistes

et, inversement, abaissé lorsque ces effets nets deviennent inflationnistes.

D'autre part, Martin Wolf a soutenu qu'un enseignement des turbulences financières actuelles (elles-mêmes peut-être dues en partie à la globalisation financière) est que la banque centrale devrait envisager une réaction de politique monétaire dès qu'elle perçoit le développement de bulles de prix d'actifs, même si cela peut impliquer un taux d'inflation transitoirement en deçà de sa cible.