

L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis

Olivier LOISEL

Direction de la Recherche

Service d'Études et de Recherche sur la politique monétaire

Pourquoi la politique monétaire semble-t-elle être plus active aux États-Unis que dans la zone euro ? En quoi les objectifs et les stratégies de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) et du Système fédéral de réserve américain sont-ils vraiment différents ? Comment évaluer et comparer le succès de ces politiques monétaires ?

Cet article examine ces questions au travers du compte rendu de la table ronde sur le thème « L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis » qui s'est tenue récemment à l'occasion d'une conférence internationale organisée conjointement par la Banque de France, l'Institut d'économie industrielle de l'université de Toulouse et le Center for International Economics and Development de la Northwestern University.

De cette discussion entre économistes issus de la sphère universitaire et des banques centrales se dégage l'impression générale selon laquelle, globalement, en termes d'inertie, d'objectifs et de stratégie de politique monétaire, les similitudes entre la BCE et le Système fédéral de réserve l'emportent sur les différences.

Mots clés : Banque centrale européenne,
Système fédéral de réserve, inertie de la politique monétaire,
objectifs de politique monétaire, stratégie de politique monétaire
Codes JEL : E52, E58

Les 15 et 16 septembre 2006, la succursale de Toulouse de la Banque de France a accueilli une conférence internationale sur le thème *Politique économique et fluctuations macroéconomiques* parrainée et organisée conjointement par la Banque de France, l'Institut d'économie industrielle de l'université de Toulouse et le Center for International Economics and Development de la Northwestern University. La conférence s'est achevée par une table ronde sur le thème *L'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis*, à laquelle ont participé :

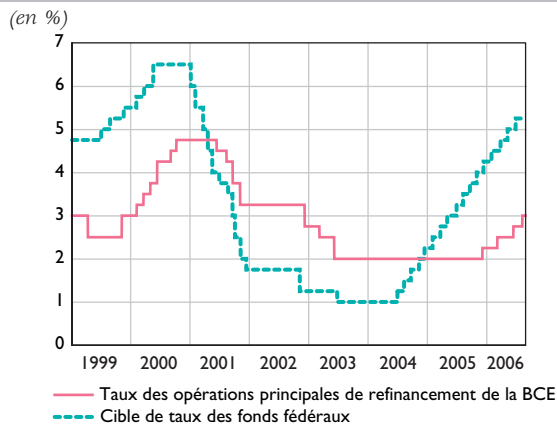
- Jordi Galí, professeur d'économie, *Universitat Pompeu Fabra* et directeur, CREI,
- Andrew Levin, adjoint au directeur, division des Affaires monétaires, Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve,
- Philippe Moutot, adjoint au directeur général des Questions économiques, directeur de la Politique monétaire, Banque centrale européenne,
- Christian Pfister, directeur de la Recherche, Banque de France et
- Anders Vredin, chef du département de la Politique monétaire, Sveriges Riksbank.

La table ronde a débuté par une brève introduction de Lawrence Christiano, professeur d'économie à la Northwestern University, qui a relevé que les taux d'intérêt directeurs venant d'achever leur premier cycle dans la zone euro, le moment était propice pour effectuer une comparaison de l'élaboration de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis avec un certain recul. Plutôt que de rapporter successivement chacune des interventions, cet article rend compte des trois questions sur lesquelles ont porté l'essentiel des discussions, à savoir les similitudes et les différences entre la Banque centrale européenne (BCE) et le Système fédéral de réserve en termes d'inertie, d'objectifs et de stratégie de politique monétaire ¹.

I | Inertie de la politique monétaire

Un premier sujet abordé par la table ronde était celui de l'inertie apparemment plus forte de la politique monétaire dans la zone euro qu'aux États-Unis, ainsi que semble l'indiquer à première vue une comparaison de l'évolution des taux directeurs dans les deux économies (cf. graphique 1). Cette différence

Graphique 1 Taux directeurs de la BCE et du Système fédéral de réserve

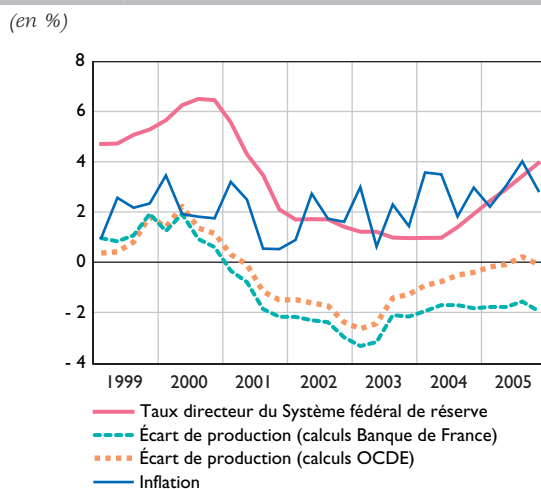


Sources : Banque centrale européenne, Système fédéral de réserve

a, par le passé, amené certains commentateurs à critiquer l'action de la BCE, la jugeant trop mesurée et trop tardive (*"too little, too late"*).

J. Galí a souligné que la politique monétaire apparemment plus passive de la BCE n'avait pas entraîné une plus grande instabilité économique, les écarts-types calculés sur la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le deuxième trimestre 2006 tant pour la croissance du PIB que pour l'inflation étant inférieurs dans la zone euro à ceux relevés aux États-Unis.

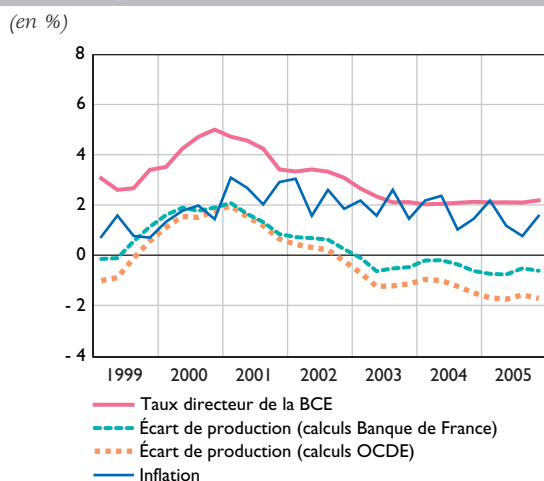
Graphique 2 Taux directeur du Système fédéral de réserve, écart de production et inflation aux États-Unis



Sources : Banque de France, OCDE, Système fédéral de réserve

¹ Cet article a été lu et approuvé par les participants à la table ronde. Les opinions exprimées sont celles des participants et ne doivent pas être interprétées comme reflétant celles des institutions auxquelles ils appartiennent, notamment la Banque de France, la Banque centrale européenne, le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve et la Sveriges Riksbank.

Graphique 3 Taux directeur de la BCE, écart de production et inflation dans la zone euro



Sources : Banque centrale européenne, Banque de France, OCDE

C. Pfister a tout d'abord remarqué que la différence observée dans l'évolution des taux d'intérêt n'avait pas empêché la corrélation entre les taux d'intérêt nominaux à court terme et l'écart de production d'apparaître aussi forte dans la zone euro qu'aux États-Unis depuis 1999 (cf. graphiques 2 et 3).

Il a ensuite signalé que cette différence observée dans l'évolution des taux d'intérêt ne reflétait pas nécessairement une différence dans le degré intrinsèque de gradualisme de la politique monétaire, mais pourrait plutôt traduire par exemple une différence dans l'évolution au cours du temps du taux d'inflation et de l'écart de production. En effet, les estimations effectuées avec une règle de taux d'intérêt de type « Taylor augmentée » aboutissent à un coefficient de taux d'intérêt retardé similaire pour la zone euro et les États-Unis. Il a toutefois reconnu que la mesure du degré de gradualisme de la politique monétaire par ce coefficient de taux d'intérêt retardé avait été critiquée depuis l'étude déterminante de Rudebusch (2002), tout dernièrement par Fève, Matheron et Poilly (2006) pour la zone euro et par Carrillo, Fève et Matheron (2006) pour les États-Unis.

Se référant à Christiano, Motto et Rostagno (2006a) et Sahuc et Smets (2006), il a enfin avancé l'idée selon laquelle l'apparente différence dans le degré d'inertie de la politique monétaire entre la zone euro et les États-Unis était la conséquence d'une différence de chocs macroéconomiques plutôt que de structures

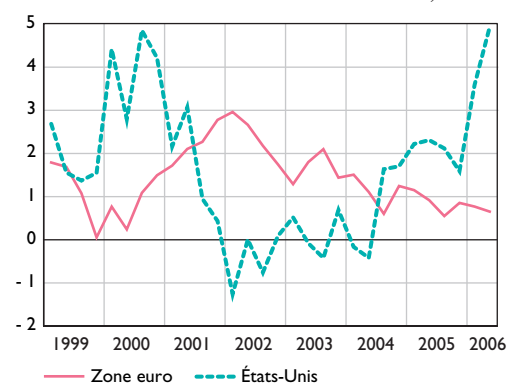
économiques et, plus précisément, la conséquence du fait que les États-Unis avaient subi des chocs de demande plus importants que la zone euro.

P. Moutot a souligné que, bien que les deux économies aient connu des cycles comparables d'envolée et de chute des cours boursiers au tournant du millénaire, la différence observée dans l'évolution des taux d'intérêt entre la zone euro et les États-Unis s'expliquait davantage par une différence de chocs macroéconomiques et de structures économiques que par une différence de stratégie de politique monétaire.

S'agissant des chocs macroéconomiques, il a noté que la zone euro avait été davantage affectée que les États-Unis par des chocs d'offre défavorables (cf. Smets et Wouters, 2005). En particulier, la productivité du travail avait diminué en zone euro au cours des quinze dernières années, alors qu'elle avait augmenté aux États-Unis au cours de la même période. Cette différence d'évolution de la productivité du travail expliquait en partie pourquoi les coûts salariaux unitaires avaient nettement diminué aux États-Unis et modérément augmenté en zone euro de 2000 et 2002 (cf. graphique 4). À son tour, cette différence d'évolution des coûts salariaux unitaires contribuait à expliquer la forte baisse de l'inflation aux États-Unis et sa persistance à un niveau supérieur à 2 % dans la zone euro de 2000 à 2002 (cf. graphique 5) et, par conséquent, la baisse plus rapide et plus marquée du taux directeur aux États-Unis qu'en zone euro entre 2001 et 2003 (cf. graphique 1).

Graphique 4 Coûts salariaux unitaires dans la zone euro et aux États-Unis

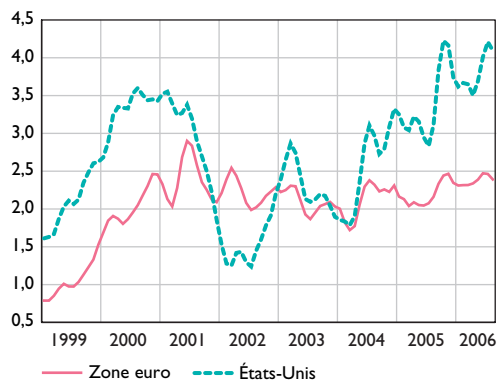
(variation annuelle, en %, données trimestrielles cvs)



Sources : BRI, Eurostat

Graphique 5 Inflation dans la zone euro et aux États-Unis

(moyenne mobile sur trois mois, en %, données brutes)



Sources : BRI, Eurostat

S'agissant des structures économiques, il a fait remarquer que le degré plus élevé de rigidité du marché des biens (mesuré par la rigidité des prix) dans la zone euro impliquait qu'une variation du taux d'intérêt nominal d'une amplitude donnée avait un effet plus important sur le taux d'intérêt réel, et donc sur l'activité réelle, dans la zone euro qu'aux États-Unis. Cette plus grande efficacité de la politique monétaire contribuait à son tour à expliquer la moindre amplitude des cycles de taux directeurs dans la zone euro par rapport aux États-Unis.

S'agissant des stratégies de politique monétaire, il a défendu l'idée selon laquelle, grâce à sa définition quantitative de la stabilité des prix, la BCE était parvenue à ancrer, avec un certain succès, les anticipations d'inflation des agents économiques du secteur privé. Ce meilleur ancrage des anticipations d'inflation contrebalançait l'effet de la plus grande inertie des mécanismes de fixation des prix sur la persistance de l'inflation, de sorte que, globalement, le degré de persistance de l'inflation dans la zone euro était comparable à celui observé aux États-Unis. À ses yeux, ce succès relatif d'ancrage des anticipations d'inflation réduisait également la nécessité de réagir aux évolutions de court terme et expliquait donc en partie la patience et la retenue relatives de la BCE dans ses décisions de changement de taux directeur. Il a souligné, en outre, que sa définition quantitative de la stabilité des prix avait permis à la BCE de reprendre le contrôle des anticipations d'inflation lorsque celles-ci s'étaient écartées de l'objectif, non pas en modifiant son taux directeur, mais simplement en menaçant

de manière crédible de le faire si jamais elles en restaient éloignées. La BCE est ainsi parvenue, en 2003 et 2004, à ramener les anticipations d'inflation à long terme (mesurées par les points morts d'inflation) à un niveau conforme à son objectif de stabilité des prix en recourant uniquement à une action de communication. Rejoignant Trichet (2005), il a alors conclu que le moindre degré d'activisme *ex post* de la politique monétaire dans la zone euro (par rapport aux États-Unis) était en partie dû, de manière quelque peu paradoxale, à un degré plus élevé d'activisme *ex ante* de la politique monétaire dans cette zone.

2 | Objectifs de politique monétaire

Un deuxième sujet abordé par la table ronde portait sur les similitudes et les différences entre la BCE et le Système fédéral de réserve en termes d'objectifs de politique monétaire.

P. Moutot a souligné qu'il ne fallait pas accorder trop d'importance à la différence entre l'unique objectif principal de stabilité des prix de la BCE et le double objectif de stabilité des prix et de plein emploi du Système fédéral de réserve. En effet, les responsables du Système fédéral de réserve, y compris les présidents Greenspan et Bernanke, avaient publiquement admis depuis longtemps que le maintien de la stabilité des prix était la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la réalisation de l'objectif d'une croissance économique durable la plus élevée possible. En outre, la distinction entre les notions d'inflation sous jacente et d'inflation globale utilisées respectivement par le Système fédéral de réserve et par la BCE ne serait pas si importante compte tenu de l'horizon à moyen terme de l'objectif de la BCE.

J. Galí a, au contraire, défendu l'idée selon laquelle la BCE pourrait en fait accorder de l'importance à la croissance de la production au-delà de son objectif principal officiel de stabilité des prix. Il s'est appuyé pour cela sur l'examen de l'évolution du taux d'intérêt réel à long terme, qui constitue l'indicateur pertinent de l'orientation de la politique monétaire dans le cadre théorique néo-keynésien standard (Clarida, Galí et Gertler, 1999) lorsque le taux d'intérêt naturel non observé est, par souci de simplicité, supposé constant. Les taux d'intérêt réels à long terme ont évolué de manière assez comparable dans la zone euro et aux États-Unis depuis 1999, amorçant une baisse au

deuxième trimestre 2000 lors de la chute des cours boursiers observée des deux côtés de l'Atlantique. Mais, aux États-Unis, le taux d'intérêt réel à long terme a commencé à diminuer pratiquement en même temps que l'inflation sous-jacente, l'inflation globale et la croissance du PIB, tandis que dans la zone euro, il a commencé à diminuer au même moment que la croissance du PIB, alors que l'inflation sous-jacente et l'inflation globale continuaient d'augmenter (cf. graphiques 6 et 7).

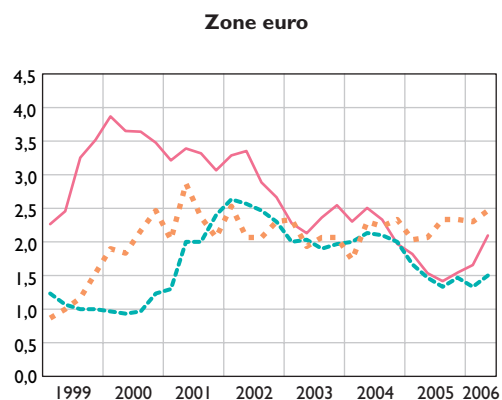
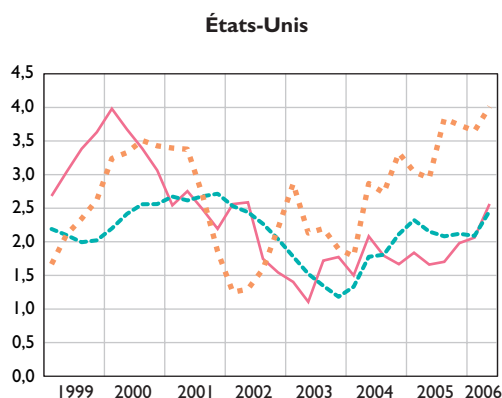
Selon lui, ce calendrier suggérait que la BCE avait mené une politique monétaire plus accommodante que ne l'imposait son objectif officiel de stabilité des prix. Son opinion était confortée par le fait que cet objectif n'avait le plus souvent pas été atteint

depuis 1999 et par l'augmentation régulière, de 38 % environ au premier trimestre 2001 à 48 % environ au deuxième trimestre 2006, de la proportion de participants à l'enquête de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels tablant sur un taux d'inflation à cinq ans supérieur ou égal à 2 %. En réponse, P. Moutot a fait remarquer dans son intervention que l'anticipation moyenne d'inflation était demeurée constante et légèrement inférieure à 2 %.

J. Galí a ajouté que le recul de la croissance de la productivité (de 2,3 % dans les années quatre-vingt à 1,3 % dans les années quatre-vingt-dix et deux mille) et la stabilité de l'inflation, malgré le fléchissement de la croissance de la production en-deça de son niveau potentiel estimé, pouvaient indiquer que l'Europe

Graphique 6 Taux d'intérêt réel à long terme et inflation

(en %)

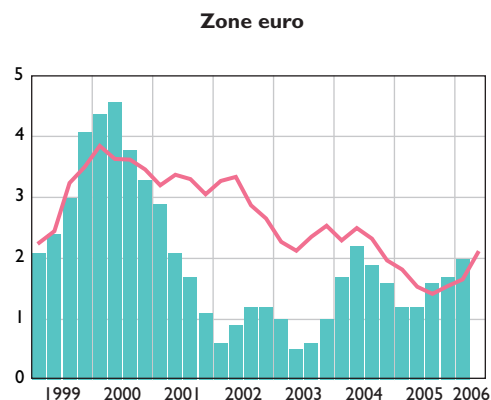
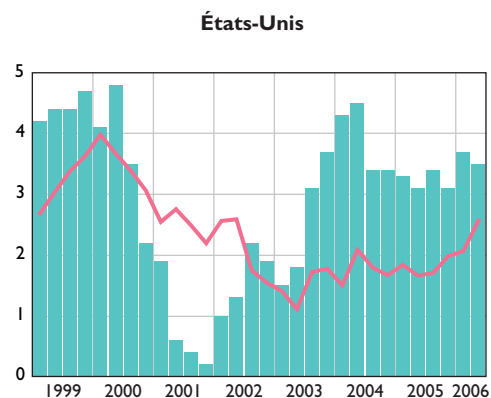


— Taux d'intérêt réel de long terme
— Inflation sous-jacente
— Inflation

Sources : Banque centrale européenne, Système fédéral de réserve

Graphique 7 Taux d'intérêt réel à long terme et croissance du PIB

(en %)



— Taux d'intérêt réel de long terme
— Croissance du PIB

Sources : Banque centrale européenne, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Système fédéral de réserve

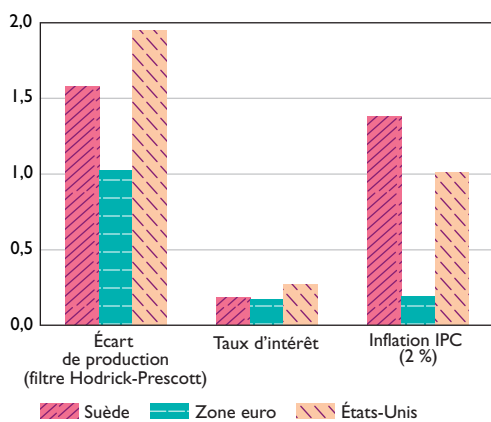
suivait une nouvelle trajectoire de croissance équilibrée qui nécessiterait un ajustement permanent à la baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre. Si les responsables de la politique économique en Europe ne reconnaissent pas la réalité de ce nouveau scénario, le succès de la politique monétaire de la BCE serait compromis pour deux raisons. D'abord, la probabilité que le niveau plancher de taux d'intérêt nuls soit atteint, dans l'hypothèse d'un important choc déflationniste, augmenterait, à moins que la cible d'inflation ne soit relevée ; cependant, il a reconnu qu'après une longue période d'inflation supérieure à l'objectif, ce relèvement serait délicat. Ensuite, la BCE serait confrontée à des pressions politiques croissantes pour atteindre des niveaux historiques de taux de croissance de la production, qui pourraient entraîner une hausse de l'inflation. P. Moutot a admis dans son intervention que la faiblesse de la croissance économique de la zone euro, qui résultait d'une évolution décevante de la productivité, avait conduit l'opinion à exercer des pressions croissantes sur la BCE pour qu'elle soutienne davantage l'activité économique. Il a remarqué, dans une perspective historique, que l'incapacité à mettre en œuvre les réformes nécessaires à l'amélioration des performances économiques avait généralement abouti à une intensification des pressions politiques sur la banque centrale.

Comment évaluer et comparer les résultats macroéconomiques de la zone euro et des États-Unis ?

Une méthode simple consiste à calculer les écarts-types de la croissance du PIB et de l'inflation. Une autre méthode consiste à calculer la valeur prise par une fonction de perte quadratique intertemporelle du type de celles qui servent à approcher la perte de bien-être social dans les modèles stochastiques dynamiques d'équilibre général à agent représentatif. À cet égard, C. Pfister a remarqué que les différences structurelles entre la zone euro et les États-Unis devraient impliquer une différence entre les fonctions de perte sociale correspondantes et pourraient donc expliquer, en théorie, une partie des différences observées entre la BCE et le Système fédéral de réserve en termes d'inertie, d'objectifs et de stratégie de politique monétaire.

A. Vredin a utilisé des données trimestrielles sur la période comprise entre le premier trimestre 1999 et le premier trimestre 2006 pour calculer la valeur prise par une fonction de perte quadratique intertemporelle standard pénalisant à chaque date l'écart de l'inflation à sa cible, la déviation de l'écart de production par rapport à zéro et la variation du taux d'intérêt nominal à court terme. Il a souligné que l'évaluation et la comparaison des résultats macroéconomiques de la zone euro, des États-Unis et de la Suède selon cette fonction de perte dépendaient peu des poids relatifs des termes d'inflation, d'écart de production et de variation de taux d'intérêt. Cependant, la manière dont les objectifs sont définis est très importante. Par exemple, si l'objectif d'inflation correspond à une progression de l'IPC de 2 % pour l'ensemble des pays et si l'objectif d'écart de production correspond à une stabilisation de la déviation du niveau de la production par rapport à sa valeur lissée par le filtre Hodrick-Prescott, alors la zone euro affiche de meilleurs résultats que la Suède et les États-Unis (cf. graphique 8). Si, en revanche, l'objectif d'écart de production correspond à une stabilisation de la déviation du niveau de production par rapport à sa valeur d'équilibre à prix flexibles (selon un certain modèle), alors la zone euro peut se trouver en moins bonne position (cf. graphique 9). Pour évaluer les politiques monétaires, il est donc nécessaire que les banques centrales définissent explicitement leurs objectifs, ce qui, a-t-il souligné, constitue un argument en faveur de la transparence des banques centrales. Mais il a également insisté sur le fait qu'il n'existe pas de réponse simple à la question de ce que devraient être précisément les objectifs des banques centrales et, en particulier, la mesure pertinente de l'écart de production. Enfin, il a souligné que, pour évaluer la politique monétaire, il n'est pas suffisant d'estimer les

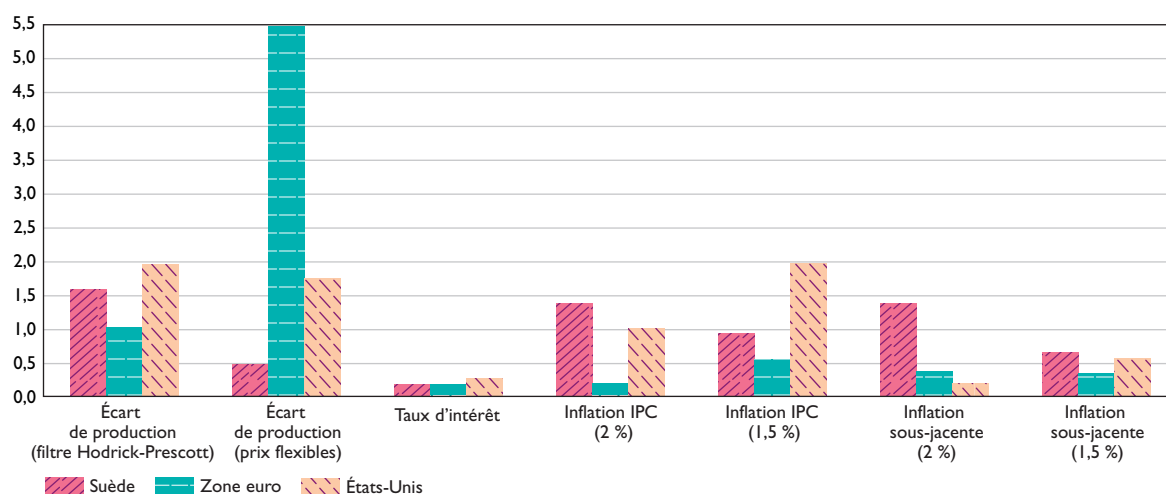
Graphique 8 Pertes partielles pour l'écart de production, le taux d'intérêt et l'inflation



Note : le niveau de production HP-filtré a été calculé avec un coefficient lambda de 6400.

Sources : Banque centrale européenne, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Statistics Sweden, Sveriges Riksbank, Système fédéral de réserve

Graphique 9 Sensibilité des pertes partielles par rapport à l'écart de production à prix flexibles, l'inflation sous-jacente et la cible d'inflation



Note : le niveau de production HP-filtré a été calculé avec un coefficient lambda de 6 400 ; le niveau de production à prix flexibles a été fourni par Magnus Jonsson pour la Suède, Raf Wouters pour la zone euro et Jean-Philippe Laforte pour les États-Unis.

Sources : Banque centrale européenne, Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Statistics Sweden, Sveriges Riksbank, Système fédéral de réserve

résultats macroéconomiques en calculant la valeur prise par une fonction de perte de ce type. En effet, l'évaluation de la politique monétaire nécessite également le recours à un cadre structurel permettant de distinguer les effets de la politique monétaire de ceux des chocs macroéconomiques.

3| Stratégie de politique monétaire

Un troisième et dernier sujet abordé par la table ronde était celui des similitudes et des différences entre la BCE et le Système fédéral de réserve en termes de stratégie de politique monétaire.

P. Moutot a souligné que la BCE et le Système fédéral de réserve remplissaient leurs missions respectives de façon très similaire. En effet, ces deux banques centrales partagent des caractéristiques qu'on ne retrouve pas chez les banques centrales ayant adopté une stratégie de ciblage d'inflation, comme par exemple l'absence d'objectif défini à un horizon fixe et le fait que les prévisions d'inflation ne jouent pas le seul et unique rôle. En outre, elles ont toutes deux écarté l'idée de recourir à un modèle spécifique unique de l'économie, et intégré des éléments propres

aux mécanismes d'assurance contre les événements à faible probabilité mais à coûts élevés (« gestion des risques » dans le langage du Système fédéral de réserve, « robustesse » et « recouplement » dans celui de la BCE).

Cela étant, il a ensuite reconnu que les stratégies de politique monétaire de la BCE et du Système fédéral de réserve présentaient deux principales différences qui, selon lui, pourraient expliquer une faible part de la différence constatée dans les comportements en matière de taux directeurs :

- la première différence résidait dans le fait que, contrairement au Système fédéral de réserve, la BCE s'était engagée à suivre les évolutions de la monnaie et du crédit et, le cas échéant, à y réagir, compte tenu de leur relation étroite avec l'inflation à basse fréquence. Selon lui, cet engagement pourrait, en outre, servir à prévenir, ou du moins à limiter, les évolutions non soutenables de prix d'actifs, sur la base d'études empiriques récentes montrant que l'excès de liquidité est un indicateur avancé des cycles d'envolée et de chute des prix d'actifs. La recherche théorique récente (Christiano, Motto et Rostagno, 2006b) a par exemple montré qu'une banque centrale qui suit une règle de taux d'intérêt standard, de type Taylor, sans réagir aux évolutions de la monnaie et du crédit, pourrait favoriser les cycles d'envolée et de chute des prix d'actifs ;

• la seconde différence résidait dans le fait que la BCE mettait plus fortement l'accent que le Système fédéral de réserve sur la stabilisation des anticipations d'inflation. Se référant aux travaux d'Orphanides et Williams (2003), il a défendu l'idée selon laquelle la BCE était parvenue à ancrer les anticipations d'inflation en adoptant une définition quantitative de la stabilité des prix et en se réservant explicitement la possibilité de modifier ses taux directeurs en cas de déviation de ces anticipations d'inflation à long terme par rapport à l'objectif.

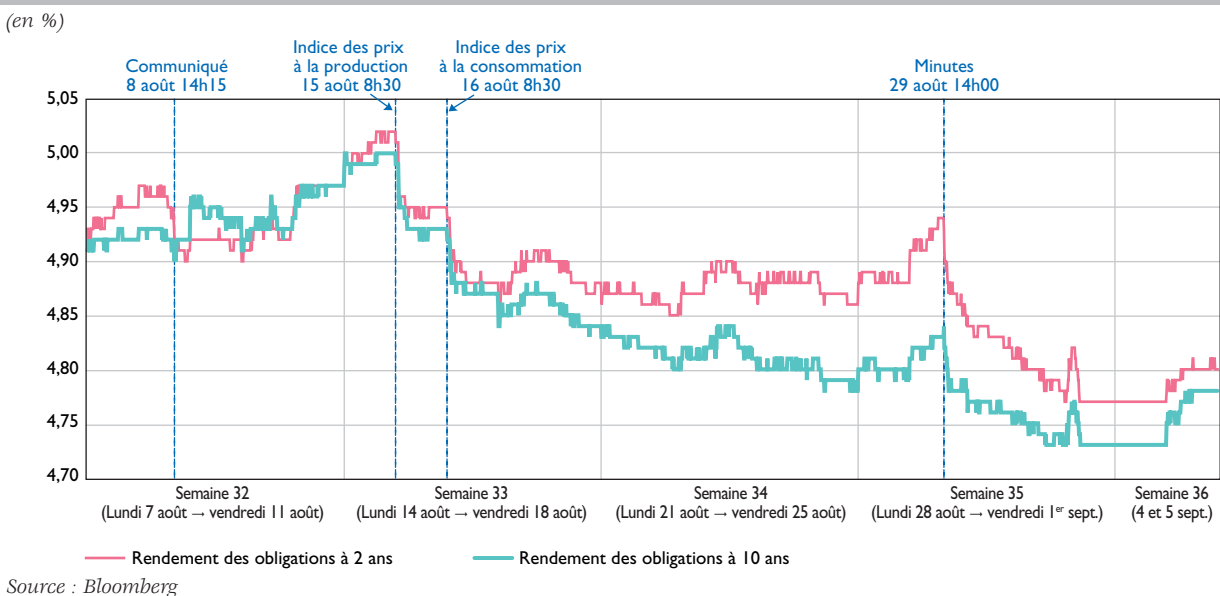
A. Levin s'est interrogé sur la possibilité que l'adoption d'une cible d'inflation numérique explicite puisse être utile pour centrer et ancrer les anticipations d'inflation. S'inspirant des travaux de Gürkaynak, Levin et Swanson (2006), il a remarqué que les points morts d'inflation avaient réagi de manière significative aux publications de données macroéconomiques et aux annonces de politique monétaire aux États-Unis comme au Royaume-Uni avant l'indépendance de la Banque d'Angleterre, mais avaient été insensibles à ce type de nouvelles au Royaume-Uni par la suite ainsi qu'en Suède. Ces résultats corroboraient l'opinion selon laquelle l'adoption d'une cible d'inflation bien connue et crédible améliorerait l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme. Il a également présenté des travaux économétriques préliminaires suggérant que la réaction des anticipations d'inflation aux variations imprévues de l'IPC ou du PIB était de manière similaire plus atténuée dans la zone euro

qu'aux États-Unis. A. Vredin a défendu une idée proche, selon laquelle des objectifs quantitatifs précis étaient nécessaires pour expliquer la politique monétaire au public, et a cité Bernanke (2004) pour rappeler le souhait de l'actuel président du Comité fédéral de l'*open market* d'adopter, pour le Système fédéral de réserve, un cadre stratégique de ciblage d'inflation.

La question de la transparence de la banque centrale ne se limite bien évidemment pas à l'annonce au public par la banque centrale d'une cible d'inflation numérique. A. Levin a passé en revue les principaux canaux de communication de la Réserve fédérale au public et s'est attardé sur le rôle du communiqué de presse diffusé immédiatement après chaque réunion et des minutes publiées trois semaines plus tard. Après la réunion du Comité fédéral de l'*open market* d'août 2006, par exemple, les marchés financiers ont réagi de manière plus notable à la publication des minutes, le 29 août, qu'au communiqué de presse du 8 août (cf. graphique 10). La BCE, en revanche, ne publie pas les minutes de ses réunions de politique monétaire.

A. Vredin a cité Bernanke (2004) pour souligner que la communication au public des objectifs de la banque centrale, de son diagnostic conjoncturel et de ses projets en matière de politique monétaire comportait les deux principaux avantages d'accroître l'efficacité de la formation des prix sur les marchés financiers et de renforcer la capacité de la banque centrale à gérer les anticipations du secteur privé. Il a ensuite

Graphique 10 Rendement des obligations nominales du Trésor américain



fourni des exemples d'informations quantitatives que les banques centrales pourraient, en principe, communiquer au public concernant leurs objectifs, leur diagnostic conjoncturel et leurs projets en matière de politique monétaire, ajoutant toutefois que certaines de ces informations pourraient être difficiles à fournir pour diverses raisons. Il a également soutenu que les banques centrales n'étaient pas totalement libres de choisir quelles informations devaient ou non être diffusées. Par exemple, elles ne peuvent publier des prévisions macroéconomiques conditionnelles à leurs propres anticipations en matière d'évolution des taux d'intérêt, qui dépendent de leurs objectifs de politique monétaire, sans dévoiler ces objectifs.

Un défi que doivent relever aussi bien la BCE que le Système fédéral de réserve (comme, en fait, toutes les banques centrales) dans la communication de leur analyse des perspectives économiques est celui posé par le degré élevé d'incertitude qui entoure généralement cette analyse. C. Pfister a souligné la

difficulté, pour les banques centrales, d'identifier les chocs en temps réel et même de les estimer rétrospectivement. A. Levin a illustré les défis que pose l'évaluation de la situation économique en temps réel en montrant les révisions substantielles à la hausse des prévisions d'inflation du Comité fédéral de l'*open market* et les révisions à la baisse des estimations de croissance du PIB potentiel basées sur le modèle FRB/US qui ont eu lieu au cours des dernières années. Un autre défi en matière de communication, qui concerne cette fois uniquement la BCE, est celui posé par le caractère multinational de la zone euro. À cet égard, P. Moutot a remarqué que les citoyens de la zone euro percevaient et évaluaient parfois l'orientation de la politique monétaire de la BCE d'un point de vue national et non à l'échelle de la zone. Cependant, comme il l'a relevé, tous ces défis en matière de communication n'empêchaient pas les décisions de politique monétaire de la BCE et du Système fédéral de réserve de bénéficier d'un degré analogue élevé de prévisibilité à court terme.

Bibliographie

Bernanke (B. S.) (2004)

"Central bank talk and monetary policy", discours prononcé à l'occasion d'un déjeuner d'entreprise de la Japan Society, New York, 7 octobre

Carrillo (J.), Fève (P.) et Matheron (J.) (2006)

« Inertie de la politique monétaire ou chocs persistants ? », Banque de France, *Note d'études et de recherche*, n° 150

Christiano (L.), Motto (R.) et Rostagno (M.) (2006a)

"Shocks, structures or policies? A comparison of the euro area and the US", *Journal of Economic Dynamics and Control*, à paraître

Christiano (L.), Motto (R.) et Rostagno (M.) (2006b)

"Monetary policy and stock market boom-bust cycles", mimeo

Clarida (R.), Galí (J.) et Gertler (M.) (1999)

"The science of monetary policy: A New Keynesian perspective", *Journal of Economic Literature* 37, p. 1661-1707

Fève (P.), Matheron (J.) et Poilly (C.) (2006)

"Multiple interest rate rules in the euro area", mimeo

Gürkaynak (R. S.), Levin (A. T.) et Swanson (E. T.) (2006)

"Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Evidence from long-term bond yields in the US, UK and Sweden", Banque fédérale de réserve de San Francisco, *Working Paper*, n° 9

Orphanides (A.) et Williams (J. C.) (2003)

"Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy", National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 9884

Rudebusch (G. D.) (2002)

"Term structure evidence on interest rate smoothing and monetary policy inertia", *Journal of Monetary Economics* 49, p. 1161-1187

Sahuc (J.-G.) et Smets (F.) (2006)

"Differences in interest rate policy at the ECB and the FED: An investigation with a medium-scale DSGE model", mimeo

Smets (F.) et Wouters (R.) (2005)

"Comparing shocks and frictions in US and euro area business cycles: A Bayesian DSGE approach", *Journal of Applied Econometrics* 20, p. 161-183

Trichet (J.-C.) (2005)

"Monetary policy and 'credible alertness'", intervention à la table ronde "Monetary policy strategies: a central bank panel" du colloque organisé sous l'égide de la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole, 27 août