

Anticipations d'inflation et conduite de la politique monétaire : tour d'horizon des données et de l'expérience récentes

Rose Cunningham, Brigitte Desroches et Eric Santor, département des Analyses de l'économie internationale

- *Les anticipations d'inflation jouent un rôle crucial dans la conduite de la politique monétaire en livrant à point nommé une information utile sur la crédibilité de la banque centrale. Elles constituent un déterminant majeur de l'inflation et occupent donc une place incontournable dans l'analyse menant aux prévisions d'inflation produites par les banques centrales.*
- *Dans les pays où existent officiellement des régimes de cibles d'inflation, les attentes d'inflation se révèlent plus prospectives et mieux ancrées. En 2008-2009, la forte volatilité qu'ont affichée les attentes concernant le taux d'inflation à court terme n'a pas touché les attentes relatives à l'inflation à plus long terme, qui sont restées, elles, fermement arrimées.*
- *Alors qu'elles s'apprêtent à mettre fin aux mesures d'exception adoptées pendant la crise, les banques centrales surveilleront de près les anticipations d'inflation.*

Le maintien de la stabilité des prix est le principal objectif de la plupart des banques centrales. La récente crise financière et la récession mondiale qui a suivi ont engendré d'importants risques à la hausse et à la baisse de nature à compromettre cette stabilité. Parmi les facteurs haussiers, citons les tensions inflationnistes qui pourraient naître si les taux d'intérêt directs restaient à des niveaux aussi bas trop longtemps, si les mesures d'exception étaient abandonnées trop lentement ou si les finances publiques n'étaient pas consolidées à temps. Du côté baissier se trouvent les pressions déflationnistes que produiraient des écarts de production prolongés de grande ampleur. La maîtrise de ces différents risques pour la stabilité des prix est primordiale aux yeux des banques centrales. À cet égard, les anticipations d'inflation peuvent leur révéler de l'information utile en ce qui concerne le choix de leur stratégie de désengagement et la normalisation de leur politique monétaire. En outre, pour atteindre systématiquement leur objectif de stabilité des prix, il est impératif que les banques centrales s'efforcent de contenir les attentes d'inflation par leurs interventions.

Le présent article décrit le rôle des anticipations d'inflation dans la conduite de la politique monétaire en passant tout d'abord en revue les diverses mesures de l'inflation attendue tirées d'enquêtes ou fondées sur les marchés dont se servent les banques centrales, et en évaluant leurs atouts et inconvénients respectifs. On s'intéresse ensuite aux raisons de l'importance des anticipations d'inflation pour la conduite de la politique monétaire, et plus précisément à leur fonction capitale dans le cadre d'appréciation, de prévision et de maîtrise de l'inflation en place. Le rôle des attentes comme indicateur de la crédibilité de la banque centrale est

traité en dernier. En gros, les attentes sont plus susceptibles d'être solidement ancrées — et la politique monétaire plus efficace — lorsque les agents économiques jugent la banque centrale crédible. Fait notable, des éléments à caractère institutionnel, telle l'adoption d'une cible d'inflation, semblent rehausser la crédibilité. Les chocs de prix font tout particulièrement ressortir l'importance de cette dernière : des anticipations fermement arrimées peuvent aider la banque centrale à porter son regard au-delà des variations temporaires de l'inflation; dès lors les ajustements qu'elle devrait faire à ses instruments de politique se trouvent aussi fortement réduits.

Pour y voir encore plus clair, nous allons analyser le comportement de l'inflation et des anticipations d'inflation en 2008 et 2009, deux années difficiles pour les banques centrales étant donné la brusque envolée de l'inflation puis son recul soudain. On constate que dans la majorité des pays, les attentes sont demeurées remarquablement bien ancrées en dépit des chocs énormes subis par l'économie, preuve de la crédibilité de nombreuses banques centrales. Leur ancrage solide a en outre soutenu la reprise en évitant à l'économie une spirale déflationniste potentiellement déstabilisatrice. Cette période permet de tirer des enseignements sur l'importance fondamentale, pour la politique monétaire, de la crédibilité et d'un bon arrimage des anticipations relatives à l'inflation. Partant de cette expérience, nous présentons nos conclusions en ce qui concerne la politique monétaire et relevons la nécessité qu'il y a d'améliorer les mesures des attentes. Nous soulignons également qu'il importe de mieux appréhender le mode de formation des anticipations chez les ménages et les entreprises, et décrivons comment ces anticipations influent sur le processus de détermination des prix.

Mesurer les anticipations d'inflation

Avant de se pencher sur le rôle crucial des attentes d'inflation dans la conduite de la politique monétaire, il convient de se soucier de leur mesure concrète. Il existe deux grandes sources d'information à leur sujet : les enquêtes et les marchés. Nous examinerons tour à tour leurs atouts et inconvénients respectifs.

Les enquêtes

Les enquêtes relatives aux attentes d'inflation sondent trois types de participants : les ménages, les entreprises et les prévisionnistes professionnels (souvent appelés « intervenants de marché » ou « experts »). Le **Tableau 1** présente les enquêtes les plus citées en

apportant quelques précisions sur leur structure¹. Les participants aux enquêtes se voient habituellement demander leur opinion sur le niveau de l'inflation d'ici quatre à huit trimestres et à un horizon compris entre cinq et dix ans. Les enquêtes ont des fréquences au minimum mensuelles et, au plus, semestrielles. Par ailleurs, la plupart d'entre elles existent depuis les années 1990². Les études menées sur les attentes d'inflation privilégient en général les médianes en tant que baromètre, les observations extrêmes n'étant pas toujours très éclairantes. Les divergences d'opinions entre les participants à une même enquête sont parfois utiles, car il est possible de les assimiler à des désaccords au sein de la population sondée ou à une incertitude à l'égard de l'inflation (Mankiw, Reis et Wolfers, 2003)³.

Il existe deux grandes sources d'information sur les attentes d'inflation : les enquêtes et les marchés.

La plupart des enquêtes effectuées sont nationales, telle l'enquête auprès des prévisionnistes professionnels que la Banque fédérale de réserve de Philadelphie mène tous les trimestres aux États-Unis, ou encore celles de l'Université du Michigan, de la Banque centrale du Brésil et de la Banque du Japon. Au Canada, le Conference Board réalise une enquête trimestrielle auprès des prévisionnistes. Dans cette enquête, l'année civile constitue l'horizon de projection et on ne fait état que de la moyenne des taux d'inflation attendus. L'enquête que la Banque du Canada mène chaque trimestre sur les perspectives des entreprises procède par consultation d'une centaine d'entreprises canadiennes évoluant dans des secteurs représentatifs de la composition du produit intérieur brut (PIB). La Banque demande aux entreprises leurs

- 1 On trouvera un complément d'information sur l'enquête de l'Université du Michigan, l'enquête Livingston et l'enquête menée auprès des prévisionnistes professionnels chez Curtin (1996) et Croushore (1997 et 1993) respectivement.
- 2 Si l'Université du Michigan effectue son enquête trimestrielle sur les attitudes et le comportement des consommateurs depuis 1946, il reste que lors des vingt premières années elle invitait simplement les participants à indiquer s'ils prévoient une hausse, une baisse ou le maintien du niveau des prix.
- 3 Les divergences autour du sentier d'évolution futur de l'inflation tendent à s'accroître lorsque le taux d'inflation s'accroît ou quand il varie sensiblement. Les enquêtes qui sondent les consommateurs révèlent habituellement de plus grandes divergences d'opinions que les enquêtes faites auprès des économistes, où l'éventail des estimations est en effet restreint.

Tableau 1 : Enquêtes sur les anticipations d'inflation

Enquête	Participants	Début	Fréquence	Promoteur de l'enquête	Mesure des attentes d'inflation et horizon considéré
États-Unis					
Enquête de l'Université du Michigan sur les attitudes des consommateurs	De 500 à 700 consommateurs	1978	mensuelle	Université du Michigan	Variation des prix à l'horizon de 12 mois
Enquête auprès des prévisionnistes professionnels	34 prévisionnistes	1981	trimestrielle	Banque fédérale de réserve de Philadelphie	Taux d'augmentation de l'indice implicite des prix du PIB, de l'IPC et de l'indice des dépenses de consommation (PCE) avec et hors aliments et énergie aux horizons de 6 trimestres et de 5 et 10 ans
Enquête Livingston	48 prévisionnistes	1946	semestrielle	Banque fédérale de réserve de Philadelphie	Taux d'augmentation de l'IPC pour le trimestre en cours et aux horizons de 2 trimestres et 4 trimestres
Europe					
Enquête auprès des prévisionnistes professionnels	59 prévisionnistes	1999	trimestrielle	Banque centrale européenne	IPC : estimations ponctuelles et prévisions de densité aux horizons de 1 an, 2 ans et 5 ans
Enquête de la Commission européenne auprès des consommateurs	39 900 consommateurs	1985	mensuelle	Commission européenne	Variation des prix à la consommation à l'horizon de 12 mois
Royaume-Uni					
Enquête sur les attitudes du public à l'égard de l'inflation	2 000 consommateurs	2001	trimestrielle	Banque d'Angleterre (GfK NOP)	Variation des prix affichés en magasin à l'horizon de 12 mois
Enquête YouGov pour Citigroup	2 000 consommateurs	2005	mensuelle	Citigroup	Variation des prix à la consommation des biens à l'horizon de 12 mois
Canada					
Enquête auprès des prévisionnistes	500 entreprises	1985	trimestrielle	Conférence Board du Canada	Pourcentage des entreprises qui s'attendent à une hausse des prix au cours des 6 prochains mois et de l'année civile à venir
Enquête sur les perspectives des entreprises	100 entreprises	1997	trimestrielle	Banque du Canada	Taux d'augmentation annuel de l'IPC au cours des 2 années à venir
Japon					
Enquête de la Banque du Japon	3 000 consommateurs	1993	trimestrielle	Banque du Japon	Enquête de nature qualitative : les ménages doivent indiquer s'ils s'attendent à voir les prix augmenter, baisser ou rester stables. L'enquête fournit une indication du taux de variation attendu des prix.
Autres					
Enquête de l'IFO sur la conjoncture économique mondiale	1 000 prévisionnistes de 90 pays	1991	trimestrielle	Institut de recherche économique IFO, avec le soutien de la Commission européenne	Inflation à l'horizon de 6 mois
Consensus Economics	700 prévisionnistes de 85 pays	1989	mensuelle	Consensus Economics	Inflation pour l'année en cours et l'année à venir et à l'horizon de 5 à 10 ans
Blue Chip Economic Indicators	50 prévisionnistes	1976	mensuelle	Aspen Publishers	Inflation à l'horizon de 0 à 7 trimestres dans le cas des États-Unis et à l'horizon de 1 à 2 ans pour les autres grandes économies
Enquête de la Banque centrale du Brésil sur les perspectives des entreprises	1 000 prévisionnistes	2001	quotidienne	Banque centrale du Brésil	Taux d'augmentation de l'IPCA (IPC global) à l'horizon de 12 mois

prévisions sur le rythme d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) au cours des deux années à venir et répartit les réponses parmi quatre fourchettes : inférieur à 1 %, de 1 à 2 %, de 2 à 3 % et supérieur à 3 %⁴.

Les enquêtes internationales (Blue Chip Economic Indicators, l'enquête de l'Institut de recherche économique IFO sur la conjoncture mondiale, Consensus Forecast de Consensus Economics, etc.) permettent des comparaisons transfrontières. La plus largement utilisée, Consensus Forecast, recueille les projections d'un important échantillon de prévisionnistes professionnels (à l'heure actuelle, au-delà de 700 dans plus de 85 pays, dont le Canada) relativement à la croissance, à l'inflation, au chômage et aux taux d'intérêt à court et long terme.

Les mesures fondées sur les marchés

Il est possible d'extraire du prix des actifs de l'information sur les anticipations d'inflation⁵, comme le taux d'inflation implicite, qui correspond à l'écart entre le rendement nominal d'une obligation classique à taux fixe et le rendement réel d'une obligation indexée sur l'inflation ayant la même échéance. Les obligations indexées, telles que les Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) du Trésor américain, se différencient des titres d'emprunt non indexés par le fait que le principal est corrigé en fonction des variations d'un indice des prix stipulé⁶. Cette indexation préserve le pouvoir d'achat du principal de sorte que sa valeur réelle à l'échéance, mesurée d'après un panier de consommation, demeure la même qu'à l'émission du titre. Il n'est pas difficile d'obtenir le taux d'inflation implicite pour les États-Unis et le Royaume-Uni. Ces pays possèdent en effet les marchés les plus profonds et les plus liquides au monde tant pour les obligations à rendement réel que pour celles à rendement nominal, et les titres qu'ils émettent sont assortis d'un grand éventail d'échéances; en conséquence, on y trouve les séries chronologiques les plus étendues pour la plus large gamme d'horizons de prévision. On peut également calculer les taux d'inflation implicites relatifs au Canada, à la France et à d'autres nations industrialisées, mais les données utilisables sont beaucoup moins nombreuses.

4 L'enquête comporte la même question sur les attentes d'inflation depuis 2001.

5 Les swaps indexés sur l'inflation peuvent eux aussi servir à estimer les attentes d'inflation. Ces swaps sont des produits dérivés dans lesquels les paiements négociés sont fonction de la valeur d'un indice de l'inflation, par exemple l'IPC.

6 L'indice retenu est le plus souvent l'IPC, sauf, convient-il de souligner, au Royaume-Uni, où l'on utilise l'indice des prix de détail.

Avantages et inconvénients

Les deux types de mesures des anticipations ont leurs forces et leurs faiblesses. Les enquêtes offrent trois nets avantages : 1) la variété des populations étudiées, qui englobent aussi bien les intervenants de marché que les entreprises et les ménages; 2) leur durée, certaines existant depuis bon nombre de décennies, ce qui autorise une analyse comparée des périodes inflationnistes (ou déflationnistes) passées; 3) la faiblesse des distorsions de marché : les enquêtes sont exemptes des biais parfois présents dans les mesures extraites des prix de marché, comme ceux qu'introduisent la prime de liquidité, la prime de risque d'inflation et les distorsions de nature institutionnelle.

Les enquêtes ont néanmoins plusieurs défauts : 1) souvent de fréquence uniquement trimestrielle ou semestrielle, elles ne rendent pas toujours compte, par conséquent, de la variation récente des anticipations d'inflation, et leurs périodes de réalisation et de publication ne coïncident pas non plus; 2) les enquêtes peuvent comporter des biais, puisqu'il arrive que les ménages surestiment l'ampleur des fluctuations de prix des biens et services de consommation courante comme l'essence et la nourriture⁷; 3) les différences méthodologiques entre les enquêtes compliquent les comparaisons internationales; 4) les réponses sont affectées du même poids, quelle que soit l'habileté des participants à prévoir l'inflation; 5) certains participants donnent à l'occasion des réponses calculées : en effet, les acteurs de marché sont quelquefois enclins à épouser le consensus pour ne pas révéler d'informations confidentielles.

Les mesures tirées des prix de marché présentent de nombreux atouts⁸. En premier lieu, le taux d'inflation implicite et les diverses autres mesures des anticipations d'inflation qui sont établies à partir du cours des actifs ont une fréquence journalière. Deuxièmement, vu que les intervenants de marché s'expriment à travers des décisions financières concrètes, les mesures fondées sur les marchés sont peut-être un reflet plus fidèle des anticipations des agents⁹. Enfin, ces mesures, selon l'étendue et la profondeur des marchés concernés, peuvent révéler les attentes

7 Thomas (1999) et Mehra (2002) laissent entendre que le biais que renferment les prévisions issues des enquêtes d'opinion peut varier au cours du cycle économique ou selon qu'on ait affaire à une accélération ou à une décélération de l'inflation.

8 Voir Christensen, Dion et Reid (2004) pour en savoir plus.

9 Cette précision est importante dans le contexte actuel, puisque l'interaction entre les anticipations de déflation et le report des décisions de consommation et d'investissement ne commence à peser que si les agents agissent en fonction de leurs attentes.

d'inflation pour un plus large éventail d'horizons de projection que ne le permettent les enquêtes.

Le taux d'inflation implicite n'est cependant pas exempt de faiblesses. Il arrive qu'il soit faussé par les fortes différences de liquidité entre ses deux instruments constitutifs : si les obligations à rendement nominal classiques disposent de marchés profonds et liquides, il n'en va pas de même des obligations indexées, dont le rendement risque donc d'être biaisé en raison de la prime de liquidité fluctuante qui les distingue des premières¹⁰. En outre, lorsque les marchés sont tendus, les rendements nominaux peuvent être modifiés de façon disproportionnée par des ruées vers les titres de qualité¹¹. Des facteurs institutionnels et l'autosélection peuvent également dénaturer l'information que recèle le taux d'inflation implicite dans la mesure où une partie des investisseurs, notamment les fonds de pension et les compagnies d'assurance, tend à privilégier les obligations indexées¹², qui se voient dès lors assorties d'une prime. De plus, la fiabilité du taux d'inflation implicite est parfois compromise par la différence des flux monétaires. Alors que les paiements d'intérêts (coupons) que produisent les obligations à rendement nominal sont fixes, ceux associés aux obligations indexées augmentent au rythme de l'inflation. Ainsi chaque obligation réagira différemment aux changements de la trajectoire et de la variance attendues du taux d'inflation, ce qui faussera le taux d'inflation implicite. En dernier lieu, les taux d'inflation implicites sont biaisés quand la structure temporelle des anticipations d'inflation n'est pas horizontale, et ce biais est plus notable aux horizons courts¹³.

Les mesures fondées sur les enquêtes et sur les marchés brossent-elles un portrait réaliste des anticipations relatives à l'inflation? Dans le cas du Canada, Christensen, Dion et Reid (2004) concluent que le taux d'inflation implicite ne constitue pas une mesure fiable des attentes compte tenu de l'échéance des obligations à rendement réel et de leurs caractéristiques de liquidité. L'obligation à rendement réel du gouvernement canadien s'accompagne d'une échéance de 30 ans et est beaucoup moins liquide

¹⁰ Sur certains marchés, les swaps indexés sur l'inflation sont plus liquides que les obligations à rendement réel, ce qui donne à penser que ces swaps constituent un meilleur outil de mesure des anticipations d'inflation.

¹¹ Pendant la crise financière de 2008, le mouvement de report sur les valeurs sûres a donné lieu à une hausse marquée de la prime associée aux obligations à rendement nominal, de sorte que le taux d'inflation implicite a subi une distorsion majeure.

¹² Par exemple, les assureurs peuvent devoir couvrir les éléments de passif indexés sur l'inflation.

¹³ Christensen, Dion et Reid (2004) expliquent ce phénomène en détail.

que l'obligation classique de même échéance, d'où de fréquentes distorsions dans la mesure de l'inflation anticipée. Pour les États-Unis, Ang, Bekaert et Wei (2007) jugent les données d'enquête plus dignes de foi que les mesures tirées des prix de marché, les modèles ARMMI et les régressions basées sur les chiffres de l'activité réelle. Par conséquent, les études les plus récentes laissent penser que les enquêtes donneraient une idée plus juste des attentes d'inflation aux États-Unis et au Canada.

Les anticipations d'inflation et la politique monétaire

Les mesures des attentes d'inflation revêtent une grande importance dans la conduite de la politique monétaire, car elles fournissent des signaux utiles au sujet de la crédibilité de la banque centrale et de son objectif d'inflation à long terme. Ces anticipations jouent également un rôle capital dans l'analyse sous-jacente aux prévisions d'inflation qu'effectuent bon nombre de banques centrales. Parce qu'elles influent sur les négociations salariales, l'établissement des prix et les contrats financiers liés aux placements, les attentes d'inflation forment l'un des principaux déterminants du taux d'inflation courant. Grâce à ce lien, les banques centrales peuvent influencer l'inflation contemporaine et future en ancrant mieux les attentes des agents à l'égard des perspectives d'inflation à long terme.

Les banques centrales peuvent influencer l'inflation contemporaine et future en ancrant mieux les attentes des agents à l'égard des perspectives d'inflation à long terme.

Anticipations d'inflation et crédibilité de la banque centrale

Dans le cadre d'analyse que retiennent la plupart des banques centrales, les agents économiques sont considérés comme essentiellement tournés vers l'avenir et rationnels; cette hypothèse a profondément marqué la conception de la politique monétaire (Bernanke, 2007). Dans ce cadre (tout comme dans les faits), les banques centrales parviennent à maîtriser et à stabiliser les anticipations d'inflation, et donc l'inflation, à l'aide d'une panoplie de moyens, dont font partie le choix du régime de politique monétaire, leurs

interventions et leurs communications. Par exemple, les régimes de cibles d'inflation par lesquels les banques centrales s'engagent à maintenir l'inflation à un taux précis ou dans une fourchette particulière pendant une période donnée constituent un engagement catégorique, mesurable, et un objectif chiffré. Cet engagement envoie un signal sans équivoque au public et aux acteurs de marché sur la priorité de la politique monétaire et facilite de la sorte l'ancrage des attentes d'inflation¹⁴. Disposer du bon régime ne suffit pourtant pas : encore faut-il tenir ses promesses. La crédibilité nécessite des interventions (Mishkin, 2007), qui démontreront le sérieux de l'engagement de la banque centrale vis-à-vis de la stabilité des prix et traduiront son aptitude à y parvenir — rendant ainsi les anticipations d'inflation relativement insensibles à la parution de nouvelles données. Rappelons pour finir que les banques centrales peuvent rehausser leur crédibilité en communiquant avec clarté et efficacité. En faisant connaître leurs objectifs et les moyens qu'elles entendent employer, elles ont la possibilité d'arrimer davantage les attentes et, ce faisant, le taux d'inflation.

Revue de la littérature empirique

Le recours aux anticipations d'inflation a une assise théorique explicite : bien ancrées, celles-ci peuvent aider la banque centrale à remplir son objectif d'inflation. Reste à savoir si cette affirmation se vérifie dans les faits. C'est pourquoi de multiples travaux empiriques ont été menés sur l'interaction entre l'inflation, les attentes d'inflation et la conduite de la politique monétaire.

Persistance de l'inflation et anticipations d'inflation

La persistance ou l'inertie de l'inflation préoccupe les banquiers centraux, car le phénomène peut entraver les efforts qu'ils déploient pour atteindre leur objectif d'inflation. Un fort degré de persistance semble en particulier indiquer que les agents formulent leurs anticipations d'inflation en se focalisant sur le passé plutôt que sur l'avenir. Des attentes « rétrospectives » pourraient signifier que la banque centrale est peu crédible, ce qui serait de nature à compromettre l'efficacité de son action. Il n'est pas étonnant alors que les données d'après-guerre montrent que l'inflation a eu souvent tendance à être très corrélée aux taux d'inflation passés; autrement dit, l'inflation observée affichait un haut degré de persistance.

¹⁴ La poursuite de cibles définies en fonction du niveau des prix pourrait avoir un effet stabilisateur additionnel sur les attentes. Cet aspect est un champ de recherche fécond à la Banque du Canada. Ambler (2009) passe en revue les études sur ce sujet.

Bien que cette persistance soit en partie structurelle, son ampleur diminuera probablement si les attentes deviennent plus prospectives sous l'effet d'une hausse de la crédibilité de la politique monétaire (Woodford, 2006). En clair, plus les attentes sont prospectives, moins l'inflation devrait persister (Rudd et Whelan, 2007; Sims, 2008)¹⁵. Il convient donc de se demander si le cadre institutionnel de conduite de la politique monétaire permet, du fait de son incidence sur les anticipations d'inflation, de réduire le degré de persistance de l'inflation.

D'aucuns estiment qu'il suffit d'établir une cible d'inflation pour rendre le comportement des agents plus prospectif. Des travaux empiriques ont cherché récemment à déterminer si le cadre institutionnel avait quelque influence sur la persistance de l'inflation. Benati (2008), par exemple, évalue plusieurs régimes de politique monétaire à partir d'un échantillon de pays. Il conclut que dans ceux où existe une cible d'inflation (Canada, Suède, Royaume-Uni et Nouvelle-Zélande), l'inflation était persistante avant l'adoption de la cible, mais que depuis, ses valeurs passées ne constituent plus un indicateur statistiquement significatif de l'inflation contemporaine, car la persistance de l'inflation s'est atténuée. L'inflation persiste également moins dans la zone euro depuis le lancement de la monnaie commune¹⁶. Dernièrement, Mendes et Murchison (2009-2010) se sont penchés sur la persistance de l'inflation au Canada et ont remarqué un recul sensible du phénomène par rapport aux années 1980. Ils soulignent l'importance qu'a revêtu l'établissement d'une cible d'inflation en 1991. S'agissant des États-Unis, les résultats sont toutefois plus ambigus et semblent dépendre davantage du baromètre utilisé. Pour Benati (2008), l'inflation mesurée par l'indice implicite des prix du PIB et par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages révèle un degré de persistance considérable aux États-Unis,

¹⁵ Altissimo, Mojon et Zaffaroni (2009), Cecchetti et autres (2007) ainsi que Kozicki et Tinsley (2003) ont également abordé la question. Des divergences demeurent quant à la manière dont la persistance de l'inflation devrait être interprétée, en particulier entre Woodford (2006) et Rudd et Whelan (2007). Si Rudd et Whelan doutent que les anticipations soient rationnelles et que cette rationalité explique le mode de formation des attentes, ils soulignent quand même leur rôle « crucial » dans le processus de formation de l'inflation (p. 32).

¹⁶ Le nombre et la date d'adoption des régimes de politique monétaire sont des variables exogènes dans le modèle de Benati, chez qui la période 1971-1991 est placée sous un seul régime. Les résultats obtenus par Benati, à savoir l'existence d'une inflation très persistante avant l'introduction de la cible d'inflation, s'expliquent peut-être par le fait que l'auteur n'ait pas adéquatement tenu compte des variations de l'inflation tendancielle au Canada. Crawford, Meh et Terajima (2009) postulent des changements de régime endogènes et notent plutôt que l'inflation observée au Canada avant l'entrée en vigueur de la cible d'inflation affichait un degré de persistance beaucoup moins élevé que celui estimé par Benati.

même après 1995, tandis que les estimations de l'inflation définie selon l'IPC montrent un degré de persistance quasi nul. Plusieurs études dont celle de Benati donnent à penser que les taux d'inflation enregistrés dans le passé ont une incidence sur l'inflation contemporaine et sur les anticipations concernant les perspectives d'évolution de l'inflation¹⁷. Quoi qu'il en soit, la force de cette influence paraît passablement s'amoinrir à mesure que les autorités monétaires raffermissent leur engagement à l'égard de la stabilité des prix¹⁸.

Ancrage des attentes d'inflation

Comme nous l'avons vu, l'incertitude quant à l'objectif que poursuit la banque centrale ou à son engagement à l'atteindre peut influencer sur les anticipations d'inflation à long terme. Le fait que la poursuite d'une cible d'inflation conduise à un ancrage plus solide des attentes plaide grandement en faveur d'une telle approche. Différents auteurs ont cherché à valider empiriquement cet argument, qui découle également du modèle fondé sur la rationalité des anticipations : si celles-ci sont parfaitement arrimées, elles ne devraient pas, aux horizons éloignés, réagir au niveau actuel de l'inflation (surtout durant les périodes où ce dernier est supérieur au taux d'inflation attendu) ou à la publication d'autres données macroéconomiques.

La plupart des études empiriques concluent que les anticipations d'inflation sont devenues plus stables aux États-Unis depuis le début des années 1980, mais qu'elles restent quelque peu sensibles aux chocs. Stock et Watson (2007) notent à la fois la persistance élevée des variations de la composante tendancielle de l'inflation dans ce pays et la diminution marquée de

leur ampleur depuis 1983. Les fluctuations inattendues de l'inflation seraient par conséquent beaucoup moins susceptibles d'être permanentes aux États-Unis que dans le passé, ce qui témoignerait d'un meilleur ancrage des anticipations. De même, la sensibilité des attentes aux chocs de nature macroéconomique ou de politique monétaire s'est atténuée durant la période, tout comme leur volatilité (Clark et Davig, 2008). La variabilité de l'inflation tendancielle américaine reste néanmoins suffisante pour que Bernanke (2007) en infère que l'arrimage des anticipations d'inflation demeure imparfait.

Les mesures qui se fondent sur les marchés indiquent elles aussi un ancrage imparfait des attentes d'inflation aux États-Unis. Gürkaynak, Sack et Swanson (2005) démontrent qu'aux horizons éloignés, les taux d'intérêt à terme implicites réagissent fortement à différents chocs macroéconomiques et monétaires. Potter et Rosenberg (2007) constatent pour leur part que les variations imprévues des taux d'inflation attendus à court terme (2-5 ans) continuent de se transmettre aux mesures des anticipations d'inflation à long terme (9-10 ans).

Kozicki et Tinsley (2005 et 2009) examinent en détail la grande inflation des années 1970 ainsi que la période de désinflation qui a suivi la présidence Volcker. Ils concluent que l'absence d'un objectif explicite de politique monétaire aux États-Unis est en partie responsable du manque d'ancrage des attentes d'inflation jusque tard dans la décennie 1980. Par contraste, ils montrent que dès que la Bundesbank se fixe, au milieu des années 1970, des objectifs de croissance monétaire à moyen terme, les mesures des attentes fondées sur le marché des obligations s'arriment à la cible de la banque centrale allemande¹⁹. Kozicki et Tinsley (2005) relèvent que les anticipations du secteur privé se sont ajustées lentement à la réduction du niveau d'inflation aux États-Unis, même si celui-ci est tombé rapidement après 1979. À leur avis, cette observation cadre bien avec le peu de crédibilité initial de l'engagement pris à long terme par la Réserve fédérale de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable, compte tenu des forts taux d'inflation constatés dans les années 1970 et 1980.

Des comparaisons internationales récentes font ressortir également le rôle important joué par le régime de politique monétaire dans l'ancrage des anticipations d'inflation. Plusieurs de ces études

17 D'autres résultats donnent un portrait contrasté pour les États-Unis : Rudd et Whelan (2007) ne concluent pas que l'inflation dans ce pays est devenue moins persistante après la période de désinflation des années Volcker. Cette conclusion concorde avec les travaux de Kozicki et Tinsley (2005 et 2009), qui établissent qu'il fallut passablement de temps pour asseoir la crédibilité de la politique monétaire après la période d'inflation galopante des années 1970. Ils mettent en partie en cause l'absence d'un objectif précis en matière d'inflation. Après prise en compte des variations de l'inflation tendancielle, Cogley et Sbordone (2005 et 2008) trouvent au contraire que l'inflation possède un degré de persistance minime aux États-Unis.

18 L'adoption d'un régime de cibles d'inflation semble être un facteur décisif, davantage que l'accroissement des communications ou de la transparence, dans le rehaussement de la crédibilité de la banque centrale. Un petit nombre de banques centrales, convaincues que la transparence facilite l'ancrage des anticipations d'inflation quand elle augmente, ont annoncé le sentier d'évolution de leur taux directeur. Andersson et Hofmann (2009) évaluent si ce type de stratégie suivi par les banques centrales de la Nouvelle-Zélande, de la Norvège et de la Suède a contribué à ancrer les attentes relatives à l'inflation à long terme. Il apparaît que les anticipations étaient déjà solidement arrimées dans chacun des trois pays et que l'annonce de la trajectoire prévue des taux d'intérêt n'a, en soi, pas amélioré la stabilité de ces attentes.

19 À la fin de 1974, la Bundesbank a adopté officiellement des cibles d'expansion monétaire. Cependant, Bernanke et Mihov (1997) soutiennent que la véritable cible des autorités allemandes semblait plutôt être l'inflation.

indiquent que, outre le fait que l'inflation est moins persistante dans les pays dotés d'un régime de cibles d'inflation, les attentes y semblent aussi mieux arrimées. Dans ces pays (p. ex., le Canada, le Royaume-Uni et la Suède), les anticipations ne sont pas corrélées avec le taux d'inflation enregistré, contrairement à ce que l'on observe ailleurs; elles ne sont pas non plus sensibles à la publication de données macroéconomiques ni aux décisions inattendues de politique monétaire²⁰. Globalement, les recherches laissent penser que les attentes d'inflation à long terme sont stables aux États-Unis mais imparfaitement ancrées, et qu'elles sont mieux arrimées dans les pays ayant adopté des cibles d'inflation explicites. De plus, un meilleur ancrage des anticipations fait diminuer la persistance de l'inflation.

Plusieurs études indiquent que, outre le fait que l'inflation est moins persistante dans les pays dotés d'un régime de cibles d'inflation, les attentes y semblent aussi mieux arrimées.

Autres influences à l'œuvre

La crédibilité et le choix du régime de politique monétaire revêtent certes de l'importance pour l'ancrage des anticipations, mais il ne faut pas perdre de vue certaines caractéristiques cruciales du processus d'inflation. Songeons entre autres aux prix relatifs — en particulier les prix des aliments et de l'énergie, sur lesquels la banque centrale n'a pas de prise directe. D'après les travaux de Clark et Davig (2008), les mouvements des prix des aliments auraient une incidence significative et durable sur les anticipations d'inflation à long terme aux États-Unis, mais pas ceux des prix de l'énergie²¹. Galati, Poelhekke et Zhou (2008) cherchent à établir si les hausses prononcées des prix des aliments et des produits de base survenues entre 2006 et le milieu de 2008 ont entraîné un désarrimage des attentes d'inflation dans la zone euro. Pour

²⁰ Voir, par exemple, Levin, Natalucci et Piger (2004); Gürkaynak, Levin et Swanson (2006); Gürkaynak et autres (2006); et Beechey, Johannsen et Levin (2008).

²¹ Les auteurs avancent que les prix de l'énergie étant volatils, il se peut que les prévisionnistes attachent peu d'importance à leurs variations, les jugeant passagères. Les prévisionnistes tiendraient davantage compte de l'évolution des prix des aliments parce que ceux-ci tendent à être plus persistants et pèsent plus lourd dans le panier de l'IPC.

mesurer celles-ci, ils ont recours aux données de marché sur les swaps de taux d'intérêt et les swaps indexés sur l'inflation (dont le marché est plus liquide que celui des obligations indexées). Ils concluent que les anticipations sont devenues plus sensibles aux variations du taux d'inflation après juin 2007, ce qui révélerait l'apparition d'un écart entre le taux attendu par le marché et la cible de la Banque centrale européenne. Ces résultats portent à croire que les autorités ne doivent pas tenir pour définitif l'ancrage des anticipations d'inflation au niveau préconisé.

Tendances récentes des anticipations d'inflation

La période 2008-2009 fournit un excellent point de référence pour l'analyse de l'importance des anticipations d'inflation dans la conduite de la politique monétaire.

Données d'enquête : bref rappel historique et examen de la récente crise

On constate que les anticipations d'inflation ont eu un comportement sensiblement analogue à celui que les recherches citées plus haut indiquaient, leur ancrage s'améliorant en écho au renforcement de la crédibilité de la banque centrale. Le **Tableau 2** présente la moyenne et l'écart type de l'inflation mesurée par l'IPC et de l'inflation attendue aux horizons de quatre trimestres, de huit trimestres et de cinq à dix ans pour sept économies avancées et la zone euro. Les données ont été subdivisées en trois périodes : la période I va du deuxième semestre de 1994 au premier semestre de 1999; la période II, du second semestre de 1999 au premier semestre de 2004; et la période III, du deuxième semestre de 2004 au premier semestre de 2009. De manière générale, la moyenne et la variance des taux d'inflation anticipés ont convergé vers celles des taux d'inflation enregistrés, surtout durant les années 1994-1999 et 1999-2004. On note en outre que plus l'horizon de prévision s'allonge, plus les taux d'inflation attendus se rapprochent des taux effectifs. Autre fait à signaler, l'écart type des prévisions de l'inflation aux horizons de cinq à dix ans a accusé une baisse importante dans la plupart des pays au cours de la dernière décennie, signe d'une hausse de la crédibilité de la banque centrale et d'un bon ancrage des anticipations d'inflation. Le Canada est l'exception, puisque la forte décreuse des taux d'inflation attendus et observés s'y produit avant 1994; cela explique que l'amélioration constatée au Tableau 2 sur les périodes considérées soit moins marquée pour ce pays que pour les autres.

Tableau 2 : Comportement de l'inflation observée et des anticipations d'inflation

		Canada		États-Unis		Japon		Norvège		Royaume-Uni		Suède		Suisse		Zone euro	
		Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type	Moyenne	Écart type
Inflation observée en glissement annuel (IPC)	I	1,4	0,7	2,4	0,6	0,5	0,9	2,1	0,6	2,0	0,5	0,9	1,2	0,7	0,6	1,8	0,6
	II	2,4	0,9	2,5	0,8	-0,6	0,4	2,2	1,4	1,2	0,3	1,6	0,9	0,9	0,5	2,1	0,4
	III	2,0	0,7	2,9	1,6	0,2	0,8	2,1	1,2	2,5	0,8	1,6	1,3	1,2	0,9	2,2	0,8
Inflation attendue à l'horizon de 4 trimestres	I	1,8	0,3	2,8	0,4	0,4	0,6	2,9	0,4	2,8	0,5	2,0	1,1	1,0	0,2	-	-
	II	2,0	0,3	2,3	0,4	-0,4	0,3	1,9	0,6	2,3	0,2	1,9	0,4	1,1	0,4	1,6	0,2
	III	1,8	0,6	2,2	1,1	0,1	0,6	2,0	0,7	2,3	0,9	1,7	0,9	1,0	0,4	1,8	0,5
Inflation attendue à l'horizon de 8 trimestres	I	2,0	0,3	3,0	0,4	0,8	0,6	2,6	0,5	3,1	0,6	2,4	0,8	1,2	0,0	-	-
	II	2,0	0,1	2,4	0,3	-0,2	0,5	2,2	0,2	2,3	0,1	2,1	0,3	1,3	0,2	1,7	0,1
	III	1,9	0,1	2,2	0,2	0,6	0,3	2,0	0,3	2,5	0,3	1,9	0,3	1,2	0,3	1,9	0,3
Inflation attendue à l'horizon de 5 à 10 ans	I	2,0	0,3	3,0	0,4	1,4	0,5	2,1	0,1	3,0	0,4	2,4	0,5	1,9	0,2	-	-
	II	2,0	0,1	2,5	0,1	0,8	0,4	2,3	0,2	2,3	0,1	2,0	0,0	1,6	0,1	1,9	0,1
	III	2,0	0,0	2,3	0,2	1,3	0,2	2,3	0,1	2,6	0,2	2,0	0,0	0,0	0,1	1,9	0,0

Nota : La période I va du deuxième semestre de 1994 au premier semestre de 1999; la période II, du second semestre de 1999 au premier semestre de 2004; et la période III, du deuxième semestre de 2004 au premier semestre de 2009.

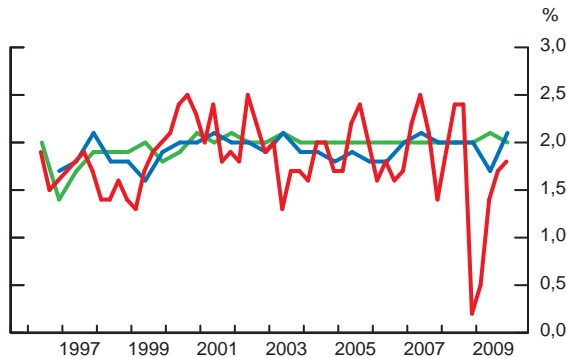
Source : Consensus Economics

Un examen des chiffres récents fournit de précieuses indications sur le rôle non négligeable que peuvent jouer des anticipations d'inflation solidement arrimées. Les données tirées des enquêtes menées par Consensus Economics au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro montrent que depuis 2007, les taux d'inflation attendus à court terme ont été très volatils (**graphiques 1a à 1d**). En 2008, le renchérissement considérable de l'énergie, des aliments et des produits de base, qui paraissait devoir durer, a fait grimper l'inflation mesurée par l'IPC, ce qui s'est traduit par un renforcement des anticipations d'inflation à court terme. Par exemple, au milieu de 2008, le taux d'inflation attendu à l'horizon de quatre trimestres a dépassé 3 % aux États-Unis et au Royaume-Uni et 2,5 % dans la zone euro; au Canada, il est également monté mais est resté en deçà de 2,5 %. Le relèvement des attentes d'inflation au milieu de 2008 a été encore plus prononcé dans les économies de marché émergentes (**Graphique 2**). Dans la foulée

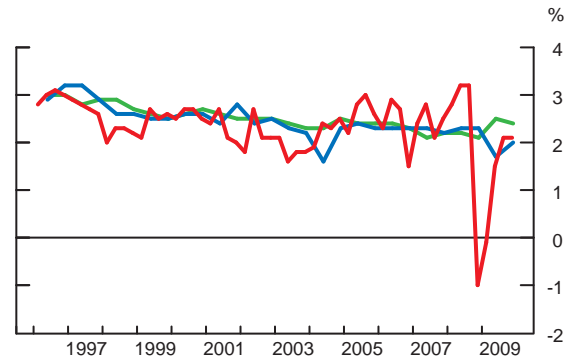
de la débâcle de Lehman Brothers, les turbulences économiques et financières se sont intensifiées, et les anticipations d'inflation à l'horizon de quatre trimestres ont chuté abruptement, devenant même négatives aux États-Unis (entre décembre 2008 et mars 2009), au Royaume-Uni (en décembre 2008) et en Suède (en mars 2009). Cette évolution s'explique en partie par l'effondrement des prix des produits de base et les craintes d'une grave récession. Au Canada, le taux d'inflation attendu a également baissé à l'horizon de quatre trimestres, mais dans une moindre mesure. Le repli marqué des anticipations d'inflation aux horizons rapprochés donne à penser qu'au plus fort de la crise du crédit, les acteurs de marché de certains pays ont cru, brièvement, à la possibilité d'une déflation en 2009. Dans les mois qui ont suivi, les taux d'inflation attendus se sont réinscrits en hausse, à la faveur d'un début de stabilisation sur le front économique. Toutefois, ils demeurent aujourd'hui inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise.

Graphiques 1a à 1d : Taux d'inflation anticipés

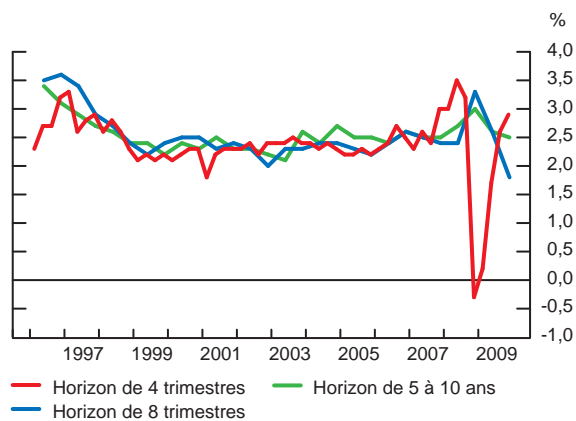
a. Canada



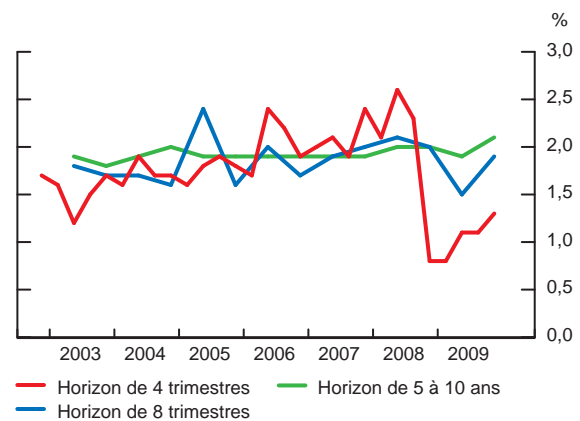
b. États-Unis



c. Royaume-Uni



d. Zone euro



Source : Consensus Economics

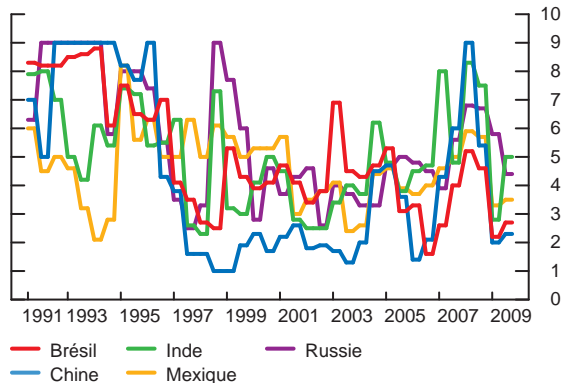
En dépit de la volatilité élevée des anticipations d'inflation à court terme, celles de moyen terme sont restées relativement bien ancrées. Les taux d'inflation attendus ont en effet beaucoup moins diminué à l'horizon de huit trimestres qu'aux horizons plus courts. Selon l'enquête menée par la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises, à l'apogée de la crise, au-delà de 40 % des firmes participantes prévoyaient un taux d'inflation de moins de 1 % à l'horizon de deux ans; or, au deuxième trimestre de 2009, seuls 11 % des répondants étaient encore de cet avis (**Graphique 3**). Qui plus est, l'inflation anticipée à long terme (à l'horizon de cinq à dix ans) n'a pratiquement pas varié (2,0-2,5 %) dans la plupart des pays, malgré les taux d'inflation négatifs observés et la longueur de la récession. Les enquêtes réalisées auprès de consommateurs pendant la crise font un constat similaire pour les anticipations d'inflation à l'horizon de cinq ans. Par exemple, l'enquête qu'effectue l'Université du Michigan indique que les consommateurs américains

s'attendaient à un recul de l'inflation d'ici un an entre le milieu de 2008 et la fin de 2008, mais nullement à de la déflation. En fait, les anticipations des consommateurs ne se sont pas beaucoup écartées de la moyenne de 3 % enregistrée durant la dernière décennie (**Graphique 4**)²². En conclusion, les attentes d'inflation à long terme sont demeurées bien ancrées d'après les enquêtes faites tant auprès des ménages que des prévisionnistes, et les banques centrales ont gardé leur crédibilité intacte.

²² Soulignons que les anticipations d'inflation rapportées dans les enquêtes menées auprès des consommateurs évoluent généralement de pair avec les taux d'inflation projetés par les prévisionnistes, même si ces enquêtes présentent un biais positif persistant. Par exemple, le taux d'inflation attendu à l'horizon de un an se situait à 7,6 % en mars 2008, selon les réponses recueillies par la Banque du Japon parmi les consommateurs, alors que Consensus Economics chiffrait ce taux à 0,4 %. Pour sa part, l'enquête de l'Université du Michigan auprès des ménages fait état d'anticipations certes moins extrêmes mais qui dépassent tout de même aussi (+0,5 point de pourcentage) les projections des prévisionnistes pour la période 1996-2008.

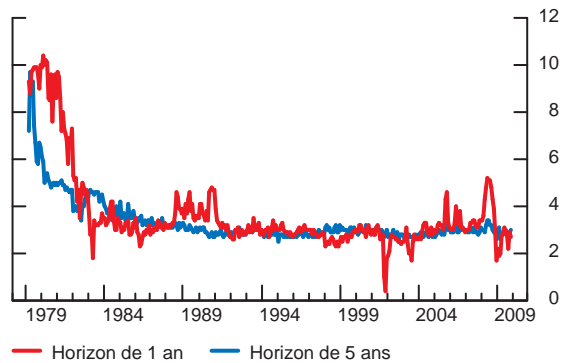
Graphique 2 : Taux d'inflation anticipés dans les pays à marché émergent

À l'horizon de 6 mois



Nota : Pour construire l'indice de chaque pays, on a fait la sommation des réponses en assignant une valeur de 1 aux participants qui s'attendaient à une baisse de l'inflation, de 5 à ceux qui n'anticipaient ni baisse ni hausse et de 9 à ceux qui prévoyaient une hausse.
Source : IFO

Graphique 4 : Taux d'inflation anticipé aux États-Unis selon l'enquête de l'Université du Michigan



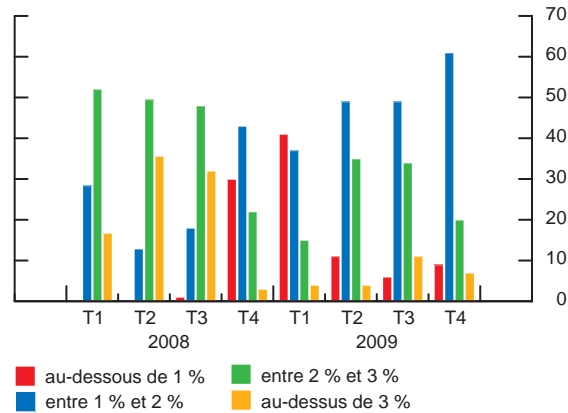
Source : Université du Michigan (Datastream)

Mesures fondées sur les marchés

Les résultats d'enquêtes donnent à penser que même si les attentes d'inflation sont volatiles aux horizons rapprochés, elles sont fermement ancrées aux horizons plus lointains. Cependant, comme bon nombre d'enquêtes ne sont effectuées qu'à intervalles trimestriels ou semestriels, il se peut qu'elles ne soient pas parvenues à mesurer véritablement la volatilité des anticipations d'inflation durant la crise. Afin d'en avoir le cœur net, nous examinons les taux d'inflation implicites, calculés de la façon décrite précédemment, pour les États-Unis, le Royaume-Uni, le Canada et le

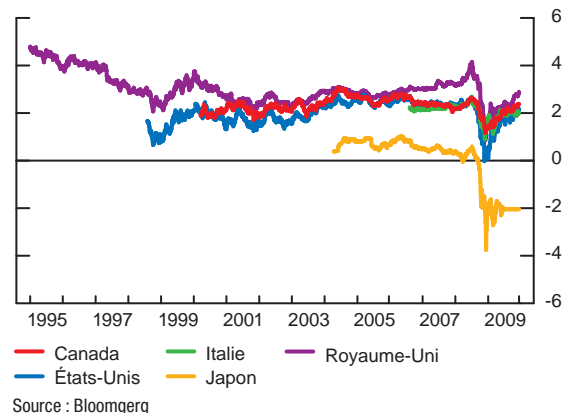
Graphique 3 : Enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises

Pourcentage des entreprises qui s'attendaient à ce qu'au cours des deux prochaines années, le taux d'augmentation de l'IPC se situe :



Source : Banque du Canada

Graphique 5 : Taux d'inflation implicites (pour différentes échéances)



Source : Bloomberg

Japon²³. Tout comme dans le cas des enquêtes qui sondent les prévisionnistes, on constate que les attentes d'inflation à long terme aux États-Unis sont restées bien arrimées, sauf pendant un court moment au plus fort de la tourmente, durant lequel le taux d'inflation implicite est tombé à près de zéro. Au Japon, ce dernier a même été négatif en 2009 (**Graphique 5**)²⁴. Au Royaume-Uni et au Canada, deux pays dotés d'un régime de cibles d'inflation, on observe au contraire que les attentes mesurées avec cet indicateur se sont maintenues au-dessus de 1 % pendant la crise.

²³ Ce type de mesure est moins fiable à cause du risque de liquidité. Les marchés des obligations ordinaires à rendement nominal sont profonds et liquides, mais on ne peut en dire autant des marchés des obligations à rendement réel, dont le rendement implicite peut ainsi être faussé.

²⁴ Les taux d'inflation négatifs attendus au Japon ne sont pas étonnants, vu la déflation qu'a connue ce pays récemment.

Récentes leçons

L'utilité des anticipations d'inflation pour la conduite de la politique monétaire a été mise en lumière par la récente crise financière. Avant que celle-ci n'éclate, les prix de l'énergie et des aliments avaient beaucoup augmenté, entraînant dans leur sillage les attentes d'inflation à court terme. Les attentes à long terme étaient cependant demeurées bien ancrées, car les ménages et les entreprises ne s'étaient pas focalisés sur le choc des matières premières. Cet arrimage des anticipations a permis aux autorités de faire abstraction du renchérissement de l'énergie et leur a peut-être évité une erreur stratégique (en l'absence d'attentes bien ancrées, elles auraient sans doute été obligées de majorer les taux d'intérêt au moment même où la crise allait s'intensifier, et été forcées ensuite de les abaisser). Les gains découlant de la poursuite de cibles d'inflation bien définies et une crédibilité accrue ont contribué à arrimer les anticipations d'inflation et à stabiliser l'inflation observée dans maints pays.

Le déroulement de la crise a fait ressortir l'importance d'un ancrage solide des anticipations d'inflation.

Le déroulement même de la crise depuis l'effondrement de Lehman Brothers a encore fait ressortir l'importance d'un ancrage solide des anticipations d'inflation. À l'automne 2008, les prix des produits de base ont chuté considérablement, et les craintes d'une grave récession se sont accentuées. Les attentes d'inflation à l'horizon de quatre trimestres se sont aussi fortement repliées et sont même devenues négatives dans certains pays et régions. Les mesures fondées sur le marché ont également reculé. Toutefois, les anticipations d'inflation à moyen et long terme sont demeurées bien ancrées, en dépit de l'apparition d'écarts de production marqués et susceptibles de durer. Manifestement, les banques centrales ont réussi à conserver leur crédibilité face aux terribles chocs qui frappaient l'économie. Le maintien d'attentes fermement arrimées a concouru à la relance, l'économie ayant ainsi pu éviter une spirale déflationniste au potentiel déstabilisateur.

Conclusions et futurs axes de recherche

Les anticipations d'inflation jouent un rôle capital dans la conduite de la politique monétaire et peuvent nous renseigner en temps utile sur la crédibilité de la banque

centrale. Elles constituent une composante clé de la panoplie d'informations sur laquelle les autorités monétaires s'appuient pour comprendre et prévoir le comportement de l'inflation. Surtout, les recherches à ce jour indiquent dans leur grande majorité que les banques centrales qui se sont engagées clairement et de façon crédible à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable, en particulier celles qui ont adopté une cible d'inflation, ont très bien réussi à ancrer les attentes d'inflation depuis vingt ans.

Les autorités monétaires continueront de prendre en considération l'évolution des anticipations d'inflation dans leurs délibérations, tout particulièrement au moment de mettre fin aux mesures exceptionnelles adoptées dans le sillage de la crise. D'ici à ce qu'elles rétablissent les taux directeurs à des niveaux normaux, les autorités suivront de près l'évolution de ces anticipations, compte tenu de l'apport crucial de la crédibilité à l'ancrage des attentes d'inflation. Les programmes massifs de relance se sont traduits par des déficits publics record. Conjugués aux pressions que les changements démographiques exerceront dans l'avenir sur les finances publiques, ils laissent pressentir des hausses des ratios de la dette au PIB dans de nombreuses économies avancées au cours des prochaines années. Certains acteurs de marché craignent que l'endettement atteigne des niveaux intenable et finisse par être monétisé, bien que ces appréhensions ne transparaissent pas encore dans les mesures relatives aux taux d'inflation attendus. Dans un tel contexte, les anticipations d'inflation peuvent être un baromètre précieux de la crédibilité future des politiques budgétaire et monétaire.

Plusieurs points méritent de plus amples recherches. Premièrement, le mode de formation des anticipations d'inflation des ménages et des intervenants de marché est encore mal compris. Bernanke (2007) préconise à ce propos de mettre davantage l'accent sur l'apprentissage et le caractère imparfait de l'information dans la modélisation du processus et des attentes d'inflation. Deuxièmement, qu'elles soient issues d'enquêtes ou fondées sur les marchés, toutes les mesures des anticipations présentent des biais au fil du temps. Un travail d'approfondissement est nécessaire pour tenir compte de biais existants et interpréter correctement ces mesures. Enfin, il nous faut davantage de données internationales, notamment au sujet des attentes d'inflation des entreprises et de leurs propriétaires. Comme les firmes participent directement à la fixation des prix et des salaires, il serait très avantageux pour les décideurs publics de pouvoir connaître les anticipations d'inflation des entreprises d'un plus vaste groupe de pays pour divers horizons temporels.

Ouvrages et articles cités

- Altissimo, F., B. Mojon et P. Zaffaroni (2009). « Can Aggregation Explain the Persistence of Inflation? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 2, p. 231-241.
- Ambler, S. (2009). « Cible de niveau des prix et politique de stabilisation : tour d'horizon », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 21-33.
- Andersson, M., et B. Hofmann (2009). *Gauging the Effectiveness of Central Bank Forward Guidance*, communication présentée au 24^e congrès annuel de l'European Economic Association et à la 64^e réunion européenne de l'Econometric Society tenus conjointement à Barcelone (Espagne) du 23 au 27 août.
- Ang, A., G. Bekaert et M. Wei (2007). « Do Macro Variables, Asset Markets, or Surveys Forecast Inflation Better? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, n° 4, p. 1163-1212.
- Beechey, M. J., B. K. Johansson et A. T. Levin (2008). *Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2008-23.
- Benati, L. (2008). « Investigating Inflation Persistence across Monetary Regimes », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, n° 3, p. 1005-1060.
- Bernanke, B. S. (2007). *Inflation Expectations and Inflation Forecasting*, discours prononcé dans le cadre de l'atelier sur l'économie monétaire du NBER Summer Institute tenu à Cambridge (Massachusetts) le 10 juillet.
- Bernanke, B. S., et I. Mihov (1997). « What Does the Bundesbank Target? », *European Economic Review*, vol. 41, n° 6, p. 1025-1053.
- Cecchetti, S. G., P. Hooper, B. C. Kasman, K. L. Schoenholtz et M. W. Watson (2007). *Understanding the Evolving Inflation Process*, communication présentée dans le cadre du forum sur la conduite de la politique monétaire américaine tenu à Washington le 9 mars.
- Christensen, I., F. Dion et C. Reid (2004). *Real Return Bonds, Inflation Expectations, and the Break-Even Inflation Rate*, document de travail n° 2004-43, Banque du Canada.
- Clark, T. E., et T. Davig (2008). *An Empirical Assessment of the Relationships among Inflation and Short- and Long-Term Expectations*, Banque fédérale de réserve de Kansas City, coll. « Research Working Papers », n° 08-05.
- Cogley, T., et A. M. Sbordone (2005). *A Search for a Structural Phillips Curve*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 203.
- (2008). « Trend Inflation, Indexation, and Inflation Persistence in the New Keynesian Phillips Curve », *The American Economic Review*, vol. 98, n° 5, p. 2101-2126.
- Crawford, A., C. A. Meh et Y. Terajima (2009). « Incertitude du niveau des prix, cible de niveau des prix et contrats d'emprunt nominaux », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 35-46.
- Croushore, D. (1993). « Introducing: The Survey of Professional Forecasters », *Business Review*, Banque fédérale de réserve de Philadelphie, novembre-décembre, p. 3-15.
- (1997). « The Livingston Survey: Still Useful after All These Years », *Business Review*, Banque fédérale de réserve de Philadelphie, mars-avril, p. 15-27.
- Curtin, R. (1996). *Procedure to Estimate Price Expectations*, University of Michigan Survey Research Center. Polycopié.
- Galati, G., S. Poelhekke et C. Zhou (2008). *Did the Anchor of Inflation Expectations in the Euro Area Turn Adrift?*, document de travail n° 191, De Nederlandsche Bank.
- Gürkaynak, R. S., A. T. Levin, A. N. Marder et E. T. Swanson (2006). *Inflation Targeting and the Anchoring of Inflation Expectations in the Western Hemisphere*, document de travail n° 400, Banque centrale du Chili.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Gürkaynak, R. S., A. T. Levin et E. T. Swanson (2006). *Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K., and Sweden*, document de travail n° 2006-09, Banque fédérale de réserve de San Francisco.
- Gürkaynak, R. S., B. Sack et E. T. Swanson (2005). « The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models », *The American Economic Review*, vol. 95, n° 1, p. 425-436.
- Kozicki, S., et P. A. Tinsley (2003). « Les sources de la persistance de l'inflation », *Ajustement des prix et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en novembre 2002, Banque du Canada, Ottawa, p. 3-50.
- (2005). « What Do You Expect? Imperfect Policy Credibility and Tests of the Expectations Hypothesis », *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, n° 2, p. 421-447.
- (2009). « Perhaps the 1970s FOMC Did What It Said It Did », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 5, p. 842-855.
- Levin, A. T., F. M. Natalucci et J. M. Piger (2004). « The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86, n° 4, p. 51-80.
- Mankiw, N. G., R. Reis et J. Wolfers (2003). *Disagreement about Inflation Expectations*, document de travail n° 9796, National Bureau of Economic Research.
- Mehra, Y. P. (2002). « Survey Measures of Expected Inflation: Revisiting the Issues of Predictive Content and Rationality », *Economic Quarterly*, Banque fédérale de réserve de Richmond, vol. 88, n° 3, p. 17-36.
- Mendes, R., et S. Murchison (2009-2010). « La baisse du degré de persistance de l'inflation au Canada : causes et conséquences », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 1-16.
- Mishkin, F. S. (2007). *Inflation Dynamics*, document de travail n° 13147, National Bureau of Economic Research.
- Potter, S. M., et J. Rosenberg (2007). *Are US Inflation Expectations Anchored, Contained or Unmoored?*, Banque fédérale de réserve de New York. Polycopié.
- Rudd, J., et K. Whelan (2007). « Modeling Inflation Dynamics: A Critical Review of Recent Research », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n° S1, p. 155-170.
- Sims, C. A. (2008). *Inflation Expectations, Uncertainty, the Phillips Curve, and Monetary Policy*, communication présentée au colloque de la Banque fédérale de réserve de Boston intitulé « Understanding Inflation and the Implications for Monetary Policy: A Phillips Curve Retrospective » et tenu à Chatham (Massachusetts) du 9 au 11 juin.
- Stock, J. H., et M. W. Watson (2007). « Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, n° S1, p. 3-33.
- Thomas, L. B., Jr. (1999). « Survey Measures of Expected U.S. Inflation », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, n° 4, p. 125-144.
- Woodford, M. (2006). *Interpreting Inflation Persistence: Comments on the Conference on "Quantitative Evidence on Price Determination"*. Internet : <http://www.columbia.edu/~mw2230/QEPDcomment.pdf>.