

Premier commentaire

Charles Freedman

Ce colloque est le quatrième que la Banque consacre depuis le début des années 1990 aux variables financières, à l'intermédiation financière et à leur rôle dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Il serait donc intéressant, je pense, d'examiner le cheminement de la pensée de la Banque depuis une dizaine d'années en ce qui concerne les variables financières et leur utilisation dans la politique monétaire.

Qu'est-ce qui a changé depuis dix ans dans la façon dont nous concevons le rôle des agrégats monétaires? À certains égards, leur rôle dans l'élaboration de la politique monétaire n'est guère différent de ce qu'il était il y a dix ans, mais à d'autres, il a beaucoup changé.

Permettez-moi de préciser mon propos. Comme vous le savez tous, depuis février 1991, la politique de la Banque est centrée sur une cible d'inflation. Fixées au début à 2 et 4 %, les limites de la fourchette cible se situent à 1 et 3 % depuis la fin de 1995. L'obtention d'un très bas taux d'inflation ou de la stabilité des prix est considérée comme la meilleure contribution que la politique monétaire peut apporter à la réalisation de l'objectif ultime de la politique économique : une économie bien rodée, où la production et l'emploi sont élevés.

Comme à peu près tout le monde le reconnaît maintenant, les cibles fixées en matière d'inflation jouent un rôle de stabilisateur économique en cas de chocs de la demande; si elles sont définies de manière appropriée, elles permettent aussi de faire face aux chocs d'offre. Les régimes qui privilégient la transparence comportent souvent des cibles. Celles-ci obligent en outre à adopter une démarche prospective dans la formulation de la politique monétaire dans la mesure où elles attirent l'attention sur la valeur prévue de l'inflation et sur son écart par rapport à la cible.

Les agrégats monétaires n'interviennent qu'en un point du processus d'élaboration de la politique monétaire : la Banque s'appuie en effet sur leur évolution, entre autres éléments, pour prévoir les variations de l'inflation. À cet égard, les travaux empiriques effectués tout au long des années 1990 ont été très profitables. Pour pronostiquer l'inflation, la Banque se fonde essentiellement sur les projections que le personnel établit, en faisant intervenir sa propre appréciation de la situation, à l'aide du Modèle trimestriel de prévision. Cependant, la monnaie joue un rôle complémentaire utile en permettant d'évaluer, par recouplements, les projections du personnel. Par exemple, si les agrégats monétaires progressaient à vive allure sans que celles-ci n'indiquent d'augmentation rapide de la production ou des prix, un voyant s'allumerait dans notre esprit, nous incitant à analyser plus à fond la situation et à nous poser la question suivante : la croissance rapide de la monnaie signale-t-elle un risque d'accélération de l'inflation ou la présence d'une autre vague d'innovations financières s'expliquant par des changements de la structure institutionnelle ou des dispositions réglementaires?

Si cet énoncé général du rôle des agrégats ne diffère guère de la description que j'aurais pu en faire il y a dix ans, la façon dont nous concevons leur utilisation a subi plusieurs changements importants pendant les années 1990. Trois d'entre eux méritent plus particulièrement d'être notés : les méthodes mises en œuvre pour estimer le comportement des agrégats, la façon dont ces derniers sont utilisés dans la prévision de la production et de l'inflation et l'interprétation du rôle qu'ils jouent dans le mécanisme de transmission.

Le premier changement est le perfectionnement constant des méthodes de modélisation du comportement des agrégats monétaires. Du côté de la demande, on s'intéresse davantage à la relation de long terme ou d'équilibre entre la monnaie et ses variables explicatives. Certes, les techniques de cointégration étaient déjà utilisées lors du colloque que nous avons tenu il y a neuf ans, mais elles jouent un rôle plus important maintenant qu'on s'attache davantage à la relation de long terme. Quant au modèle vectoriel à correction d'erreurs, il joue un rôle central dans notre analyse de M1, comme le démontrent l'étude d'Adam et Hendry et les travaux de leurs prédécesseurs. Parallèlement, nous continuons d'examiner avec soin l'effet des innovations financières en tous genres sur le niveau souhaité des encaisses. Par exemple, l'étude d'Aubry et Nott fait ressortir l'effet de l'élimination des réserves obligatoires sur le comportement des banques et, par ce biais, sur la croissance de M1 entre le milieu et la fin des années 1990. Ce n'est que par l'intégration d'une étude attentive des changements institutionnels et d'une analyse empirique rigoureuse que nous parviendrons à comprendre les variations des agrégats monétaires et

apprendrons à nous en servir comme indicateurs de l'inflation future. J'ajouterai incidemment que nous accordons un peu plus d'importance qu'il y a dix ans aux agrégats du genre de M1, et un peu moins aux agrégats plus larges.

Par ailleurs, nous sommes toujours prêts à réévaluer les diverses mesures de la monnaie afin de voir si des définitions différentes de cette dernière pourraient nous aider à mieux prévoir la dépense globale et l'inflation que les agrégats utilisés actuellement. L'étude de McPhail offre un bon exemple de ce type d'analyse, tandis que Serletis et Molik nous rappellent à juste titre que nous devons réexaminer de temps à autre l'utilité des divers modes de regroupement des composantes des agrégats monétaires.

Un deuxième changement dans la manière dont nous envisageons les agrégats est le caractère plus formel du processus par lequel nous évaluons maintenant l'information véhiculée par eux et la comparons aux valeurs de la production et de l'inflation prévues par le personnel. Jusqu'à une date récente, le recoupement auquel nous procédions entre les agrégats et les projections du personnel était pris en compte de manière assez informelle. Une fois celles-ci présentées à la Haute Direction, l'information fournie par les agrégats était évaluée comme une source de risque parmi d'autres caractérisant les prévisions du personnel. À l'heure actuelle, par contre, la séance au cours de laquelle les projections du personnel sont exposées et discutées donne aussi lieu à la présentation distincte des prévisions de production et d'inflation qui sont établies à partir des variations des agrégats financiers. Les représentants de la Banque dans les régions fournissent par la même occasion un pronostic pour la période à venir, à la lumière des renseignements recueillis auprès des entreprises et des associations qu'ils côtoient. Les informations provenant de ces trois sources sont considérées comme des apports utiles pour l'analyse de l'évolution future de l'inflation.

Cela dit, l'importance relative accordée aux diverses sources d'information et d'analyse dépend de l'efficacité avec laquelle elles permettent de prévoir la croissance de la production et l'inflation. Par conséquent, si les prévisions basées sur la croissance monétaire ou sur les renseignements obtenus des entreprises se révèlent assez exactes pendant un certain temps, la Haute Direction leur accordera plus de poids et en tiendra davantage compte lorsqu'elles signalent une détérioration des perspectives en matière d'inflation.

Les prévisions fondées sur les agrégats monétaires contiennent aussi une bonne dose d'appréciation. En effet, les personnes chargées d'interpréter l'évolution des agrégats monétaires ne peuvent pas se contenter de nous fournir une prévision obtenue de façon mécanique; elles doivent analyser le comportement récent des agrégats et l'information dont elles

disposent concernant l'effet des innovations financières sur l'évolution de ces derniers afin d'en arriver aux meilleures estimations possibles de l'inflation à venir et de la croissance future de la production. Après tout, comme il existe plusieurs agrégats monétaires et diverses équations susceptibles de les relier à la croissance de la production et à l'inflation, un grand nombre de trajectoires possibles de la production et de l'inflation peuvent être basées sur leur évolution. Le défi pour le personnel consiste à établir au mieux son estimation à partir de ces multiples prévisions.

À l'heure actuelle, la marge de capacités inutilisées dans l'économie canadienne est très faible, mais on ne sait pas trop si la façon dont elle est mesurée traditionnellement tient convenablement compte des changements qu'aurait pu subir la capacité de l'économie de produire des biens et des services par suite des modifications de la politique publique (déréglementation, ALÉNA, instauration d'un climat de faible inflation, élimination du déficit budgétaire, mise en place de la TPS, etc.) ainsi que de la restructuration entreprise dans les secteurs public et privé depuis une dizaine d'années. La mesure de l'écart de production étant entourée d'incertitudes accrues, la Banque accorde plus d'importance aux divers indicateurs de l'inflation future, comme en fait état le *Rapport sur la politique monétaire* de mai 1999. Bien entendu, le comportement des agrégats monétaires est l'un des éléments qui bénéficient d'une plus grande attention dans ces circonstances.

Le troisième changement, en ce qui concerne notre utilisation des agrégats financiers, est l'interprétation du rôle qu'ils jouent dans le mécanisme de transmission. Au début des années 1990, la plupart des hauts dirigeants de la Banque auraient été d'accord pour dire que la monnaie et le crédit jouaient un rôle *passif*. C'est-à-dire que, si la monnaie et le crédit jouaient le rôle de variables d'information ou d'indicateurs de la dépense et de l'inflation, ce rôle ne se doublait d'à peu près aucune relation de causalité. D'autres membres du personnel sont favorables à une interprétation qui assigne un rôle plus important, *actif*, à la monnaie et au crédit dans le mécanisme de transmission. Selon cette seconde école de pensée, les agrégats financiers jouent un rôle causal dans la transmission des effets des interventions de la banque centrale à la dépense et à l'inflation¹.

Comment la Banque conçoit-elle de nos jours le rôle joué par le crédit et la monnaie dans le mécanisme de transmission?

La Banque admet qu'en certaines occasions, une modification de la volonté des institutions financières à accorder des prêts, revêtant la forme d'une modification des écarts par rapport au taux de base ou des modalités

1. Laidler (1999a et b) consacre un exposé approfondi à cette question.

non monétaires du crédit, puisse avoir une incidence sur la dépense. Les conditions restrictives observées aux États-Unis au début des années 1990 et les problèmes de liquidité des marchés, un peu partout dans le monde, à l'automne de 1998 constituent deux exemples éloquentes de ce genre de situation. Ces épisodes, combinés aux analyses fondées sur la théorie du canal du crédit (théorie qui reposait dans une large mesure sur des modèles faisant appel à la notion d'asymétrie d'information), nous ont fait prendre conscience que, parfois, les changements de comportement des institutions financières en matière de prêt peuvent avoir d'importantes conséquences pour l'économie. Cela nous a amenés à accorder plus d'attention aux modalités non monétaires d'octroi des prêts.

Pour ce qui est maintenant du débat opposant les rôles actif et passif de la monnaie, un important élément de progrès dans la discussion, selon moi, a été la reformulation de ce paradigme de façon à opposer plutôt les concepts de monnaie endogène et de monnaie exogène. Il est très difficile, pour une banque centrale dont l'outil d'intervention est le taux d'intérêt, de prendre au sérieux un modèle basé sur la monnaie exogène ou d'y voir autre chose qu'une fable qui pourrait avoir sa place dans un manuel théorique.

Même si la thèse de la monnaie endogène (active) me semble mieux étayée que celle de la monnaie exogène, la conception que je m'en fais personnellement est celle d'une monnaie qui joue un rôle beaucoup moins actif que ne le pensent nombre de mes collègues ou David Laidler. Je conviens avec ce dernier qu'il s'agit d'une question empirique — celle de savoir comment les entreprises et les ménages réagissent à une hausse inattendue de leurs encaisses. Dans la mesure où une entreprise voit dans des encaisses plus élevées que prévu le signe d'une demande plus vigoureuse qu'elle ne s'y attendait et choisit de modifier son comportement en conséquence, par exemple en accroissant ses stocks ou ses investissements, elle pourrait se comporter tout à fait de la manière prédite par les tenants du rôle actif de la monnaie. Cependant, on pourrait aussi affirmer que l'entreprise réagit à ses recettes effectives et prévues, et que l'évolution de ses encaisses n'est qu'un premier indice d'une augmentation de ses recettes. Il n'y a peut-être guère de différence entre ces deux interprétations, sur le plan opérationnel, dans le cas des petites entreprises, mais l'idée voulant que les encaisses constituent le premier indice d'une hausse imprévue des recettes paraît moins plausible dans le cas des grandes entreprises ou, en fait, des ménages, dont le revenu est généralement constitué par des salaires. Nous pouvons cependant tous convenir que les encaisses pourraient jouer un rôle utile à titre d'indicateurs de certains des chocs influant sur la dépense et non représentés ailleurs dans nos modèles.

Les modèles monétaires d'équilibre général représentent un nouvel outil d'analyse très prometteur. Les trois dernières études présentées au

colloque illustrent bien l'usage qu'il est possible d'en faire. Ces modèles donnent des résultats intéressants, mais, à mon avis, ce genre d'analyse devra s'appuyer sur une modélisation beaucoup plus poussée du comportement des institutions financières avant que l'on puisse l'intégrer à la panoplie d'outils que les banques centrales utilisent. Bon nombre des hypothèses qui supposent une réaction limitée aux mesures de politique monétaire dans un premier temps ne semblent correspondre à rien d'équivalent dans la réalité. J'encourage vivement les chercheurs dans ce domaine à asseoir leur analyse sur des hypothèses réalistes concernant le comportement des institutions financières et des acteurs des marchés financiers. Les constructeurs de modèles devraient peut-être travailler en collaboration plus étroite avec les spécialistes de la structure institutionnelle et des pratiques financières. Ces spécialistes pourraient renseigner les constructeurs de modèles sur les institutions en place, et ces derniers pourraient à leur tour guider la collecte de renseignements au sujet des institutions et aider à cerner les changements qui revêtent une importance particulière pour la demande de monnaie et l'évaluation du rôle de la monnaie dans le mécanisme de transmission. Naturellement, les banques centrales sont bien placées pour favoriser ce type d'interaction fructueuse entre modélisateurs et spécialistes de la communauté financière.

L'exposé de Peytrignet sur la situation vécue en Suisse a fait ressortir un point intéressant, à savoir le problème que pose une forte élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt dans un régime basé sur des cibles d'expansion monétaire. Au Canada, le principal motif de l'abandon de la cible de croissance de M1 en 1982 était la baisse notable de cet agrégat due aux innovations financières, de même que les incertitudes entourant les innovations à venir. Une autre raison importante, mais secondaire, était la forte élasticité de la demande de M1 au taux d'intérêt, avec laquelle la Banque du Canada devait composer lorsqu'elle essayait de contrer les tensions inflationnistes². De façon concrète, quand le système subissait un choc inflationniste, celui-ci entraînait une hausse de la quantité de monnaie demandée. La croissance de M1 dépassant la cible, la Banque intervenait en majorant son taux directeur. Cependant, étant donné la forte élasticité de la demande de monnaie, la majoration des taux d'intérêt nominaux qui était nécessaire pour ramener M1 au niveau pris pour cible pouvait être si faible que les taux d'intérêt réels n'augmentaient que dans une proportion négligeable, quand ils ne diminuaient pas. Le résultat est le même que celui qu'on observe dans une situation régie par une règle de Taylor — dans laquelle le taux d'intérêt nominal réagit à l'inflation avec un coefficient légèrement supérieur ou inférieur à l'unité. Ainsi que Peytrignet le souligne,

2. Voir Thiessen (1983).

l'obtention des variations souhaitées du taux d'intérêt dans un régime basé sur des cibles de croissance monétaire et caractérisé par une forte élasticité par rapport au taux d'intérêt exige une évolution anticyclique de M1. Or, pareille politique ne serait guère facile à expliquer au public.

En conclusion, j'aimerais simplement signaler que, depuis notre premier colloque il y a neuf ans, notre réflexion a beaucoup progressé sur un grand nombre de questions que nous avons abordées depuis deux jours. J'espère que nous ferons d'autres progrès encore avant le prochain colloque consacré aux questions monétaires, d'ici trois ou quatre ans. Cependant, les véritables retombées sont les contributions que ces recherches apportent à l'élaboration d'une politique monétaire judicieuse. De ce point de vue, l'évolution des prochaines années sera des plus intéressantes.

Bibliographie

- Banque du Canada (1999). *Rapport sur la politique monétaire*, mai.
- Laidler, D. (1999a). « The Quantity of Money and Monetary Policy », document de travail n° 99-5, Banque du Canada.
- (1999b). « La monnaie comme variable passive ou active et la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 17-29.
- Thiessen, G. (1983). « The Canadian Experience with Monetary Targeting ». In : *Central Bank Views on Monetary Targeting*, sous la direction de Paul Meek, communications présentées à un colloque tenu à la Banque fédérale de réserve de New York en mai 1982, New York, Federal Reserve Bank of New York, p. 100-104.

Deuxième commentaire

Marvin Goodfriend

Je remercie la Banque du Canada de m'avoir invité à formuler quelques commentaires à la séance de clôture de ce colloque. Mes réflexions seront inspirées des excellentes études qui ont été présentées, mais, au lieu de traiter de l'une ou de l'autre en particulier, je me pencherai sur trois aspects de la politique monétaire, liés aux thèmes du colloque. J'exprimerai d'abord quelques observations générales sur le rôle de la monnaie dans les modèles représentant la politique suivie en matière de taux d'intérêt. Je discuterai ensuite de la monnaie, de l'inflation et de la politique de taux d'intérêt. Pour terminer, je ferai quelques commentaires sur l'analyse empirique des chocs de politique monétaire.

La monnaie et la politique de taux d'intérêt

On peut comprendre les politiques suivies habituellement en matière de taux d'intérêt par les banques centrales, de nos jours, sans tenir compte du tout des agrégats monétaires¹. Les modèles de politique monétaire qui font abstraction de la monnaie comportent généralement quatre éléments : premièrement, une fonction IS qui exprime la relation entre la demande globale courante et le revenu futur attendu ainsi que le taux d'intérêt réel *ex ante*; deuxièmement, une équation de Fisher qui rattache le taux d'intérêt nominal à court terme à la somme du taux réel *ex ante* et de l'inflation attendue; troisièmement, une courbe de Phillips qui relie l'inflation courante à un écart de production courant et à l'inflation attendue; quatrièmement, une règle de taux d'intérêt qui décrit la façon dont la banque centrale conduit sa politique. Ces modèles ne contiennent aucune fonction de

1. Voir par exemple Kerr et King (1996) et Woodford (1999a).

* Je sais gré à Robert Hetzel de ses observations.

demande de monnaie, et le stock de monnaie ne figure pas dans leur version de base.

Les modèles de politique monétaire qui ne tiennent pas compte de la monnaie sont instructifs et commodes. Ils décrivent relativement bien la politique monétaire en ce sens qu'ils saisissent le mode de fonctionnement actuel des banques centrales. Diverses variantes du modèle de base ne faisant pas appel à la monnaie sont largement et avantageusement utilisées pour analyser la politique monétaire, aussi bien dans les banques centrales qu'en dehors de ces dernières.

Il importe toutefois de se rappeler que, dans les modèles de politique de taux d'intérêt qui ne tiennent pas compte de la monnaie, on fait l'hypothèse que la banque centrale a acquis auprès de l'opinion publique une crédibilité qui lui permet de fixer en tout temps le niveau attendu des prix ou de l'inflation². Quand la banque centrale est suffisamment crédible pour pouvoir fixer l'évolution du niveau des prix, elle peut laisser la demande déterminer le stock de monnaie au cours de chaque période, au niveau choisi pour le taux d'intérêt qui lui sert d'instrument d'intervention. Il n'est pas nécessaire, dans ce cas, que la monnaie joue un rôle causal dans la transmission de la politique monétaire.

La monnaie joue néanmoins un rôle crucial parce que la crédibilité du sentier cible d'évolution des prix est liée à la capacité de la banque centrale de gérer le stock de monnaie, au besoin, pour faire respecter l'objectif fixé. Les modèles qui font abstraction du rôle de la monnaie dans l'élaboration de la politique de taux d'intérêt ne peuvent le faire que parce que la banque centrale a déjà acquis, d'une manière ou d'une autre, la crédibilité nécessaire en matière de stabilité des prix.

Sur le plan pratique, une politique de taux d'intérêt donne de bons résultats lorsqu'il est facile à la banque centrale de juger des effets de ses interventions sur l'inflation attendue. Quand l'inflation et les attentes en la matière sont ancrées au voisinage de zéro, les interventions touchant les taux d'intérêt nominaux se répercutent clairement sur les taux d'intérêt réels.

C'est actuellement la situation dans laquelle opèrent un grand nombre de banques centrales. Un choc inflationniste pourrait toutefois créer un problème pour la conduite de la politique de taux d'intérêt. C'est parce qu'elle avait perdu toute crédibilité, s'agissant de maintenir l'inflation à un bas niveau, que la Réserve fédérale a dû abandonner temporairement sa

2. On trouvera dans Goodfriend (1987) une analyse de l'interaction entre l'inflation attendue, la monnaie et les taux d'intérêt dans un modèle d'optimisation de la politique monétaire.

cible de taux d'intérêt pour se fixer plutôt une cible liée aux réserves propres, en 1979.

En outre, la stabilité des prix peut elle-même créer un problème dans la conduite de la politique de taux d'intérêt. Quand le niveau des prix est stable, les taux d'intérêt nominaux à court terme sont, en moyenne, relativement voisins de zéro. Par exemple, au cours de la décennie qui a suivi la guerre de Corée, le taux des bons du Trésor américain a oscillé entre 1,5 et 3,5 %, tandis que la hausse des prix à la consommation se situait à environ 1,5 % en moyenne. En situation de stabilité des prix, les taux d'intérêt nominaux à court terme pourraient n'être que de 1 % en moyenne, ce qui accroîtrait les chances de les voir toucher le plancher de zéro en cas de récession, comme c'est le cas actuellement au Japon.

Étant donné qu'une politique traditionnelle de taux d'intérêt devient inopérante à un taux nul, la banque centrale doit être prête à mener ses interventions au moyen d'un instrument lié à la monnaie centrale quand le taux d'intérêt touche son niveau plancher. La liquidité au sens étroit serait saturée, c'est-à-dire qu'on ne pourrait, au moyen d'une injection de monnaie ou de réserves bancaires, libérer du temps de transaction pour des usages plus productifs. Par contre, des transferts monétaires ou des achats d'obligations à long terme sur le marché pourraient stimuler l'économie en accroissant la liquidité au sens large³. Quand le taux d'intérêt est égal à zéro, la banque centrale doit quand même éviter qu'une contraction des avoirs monétaires ou une demande excédentaire d'avoirs liquides au sens large ne provoque ou n'aggrave une récession, ou encore ne fasse obstacle à une reprise de l'économie.

En résumé, la monnaie mérite une place de choix dans la stratégie qui préside à la politique monétaire même si, dans le contexte actuel, elle ne joue pas un rôle central dans l'élaboration de cette politique. Les banques centrales doivent être prêtes à mettre en œuvre, au besoin, un instrument d'intervention lié à la monnaie centrale ou aux réserves bancaires. Quant aux économistes, ils devraient étudier des modèles où les agrégats monétaires jouent un rôle dans la transmission de la politique monétaire, indépendamment de la politique de taux d'intérêt. Une banque centrale devrait être en mesure d'expliquer au public comment elle peut se servir de cibles monétaires lorsque l'inflation est rapide ou que le taux d'intérêt est égal à zéro. Si le public avait davantage confiance dans la capacité de la banque centrale de faire face à des situations de ce genre, ces dernières seraient dès lors moins susceptibles de se produire.

3. Exploitant la distinction entre les conceptions étroite et large de la liquidité, Goodfriend (2000) étudie des mécanismes qui permettraient de viser des cibles monétaires malgré la contrainte qu'un taux nul impose à la politique de taux d'intérêt.

La monnaie, l'inflation et la politique de taux d'intérêt

On croit généralement que la croissance monétaire ne peut exercer d'effet inflationniste sur la demande globale indépendamment du canal des taux d'intérêt, en partie du fait que les opérations d'open market permettent de satisfaire à la demande de monnaie au niveau souhaité des taux d'intérêt à court terme. Une banque centrale ne peut imposer la mise en circulation des réserves bancaires dans l'économie tout en respectant sa cible en matière de taux à court terme. Il existe néanmoins un cas où la monnaie au sens large peut afficher une croissance susceptible d'être inflationniste même si la politique suivie en matière de taux d'intérêt demeure inchangée.

Supposons d'abord qu'il y ait une hausse de la demande de crédit à court terme, qui se manifeste en partie par une augmentation de la demande de prêts bancaires. Faisons en outre l'hypothèse que la banque centrale suit une politique de taux d'intérêt et maintient son taux cible sur le marché interbancaire malgré cette demande accrue de crédit. Celle-ci exerce des pressions à la hausse sur les taux à court terme. Cependant, comme la banque centrale continue à défendre sa cible sur le marché interbancaire, les taux du marché monétaire ne montent pas. En fait, la demande excédentaire de crédit est comblée, quand les taux courts ne changent pas, au moyen des fonds procurés par la vente de titres du Trésor à la banque centrale. Les achats faits sur le marché éliminent la demande excédentaire de crédit en permettant aux banques de substituer des prêts privés aux titres du Trésor dans leur portefeuille.

Supposons maintenant que le produit des nouveaux prêts soit versé sous forme de revenu aux travailleurs en échange de leur production et que ce revenu supplémentaire soit considéré comme temporaire. D'après l'hypothèse de revenu permanent, le revenu nouvellement créé serait initialement économisé sous forme, disons, de dépôts dans des comptes bancaires ne servant pas à régler des transactions courantes. Les banques gardent des réserves relativement faibles à l'égard de ces dépôts. Par conséquent, la banque centrale inverserait (en procédant à des ventes sur le marché) la majeure partie de l'injection de monnaie centrale ayant accompagné ses achats initiaux sur le marché. Il en résulterait en fin de compte une expansion du bilan consolidé du système bancaire, l'augmentation des prêts à l'actif ayant pour contrepartie au passif une croissance des dépôts autres que les encaisses de transaction⁴.

La question est ici de savoir si la croissance de l'agrégat monétaire large pourrait constituer une menace inflationniste pour l'économie. Pour

4. Goodfriend (1982) analyse la relation entre la demande de prêts bancaires, la détermination de M2 et la politique monétaire.

répondre à cette question, plaçons-nous d'abord dans une optique pure de cycle économique réel. Faisons l'hypothèse, dans un premier temps, que tous les ménages sont identiques. Supposons qu'un changement de préférence amène l'agent représentatif à travailler davantage dans le but, par exemple, d'accroître de manière permanente son stock de biens durables de consommation. Après avoir intensifié temporairement son effort au travail pour constituer le stock souhaité de biens durables, l'agent représentatif revient à son niveau d'effort initial. Faisons en outre l'hypothèse que l'agent représentatif projette de réduire en permanence sa consommation de biens non durables de manière à financer le maintien de ce stock supérieur de biens durables.

En admettant des agents hétérogènes, nous pouvons constater que ces comportements réels peuvent entraîner une croissance de la monnaie au sens large. Supposons en effet que le changement de préférence ne soit le fait que de quelques individus. Ces agents se serviront du crédit pour acheter des biens de consommation durables auprès d'autres agents, qui seront incités par des salaires réels temporairement supérieurs à les produire. Les producteurs économiseront cette hausse temporaire de revenu sous la forme de dépôts autres que des encaisses de transaction. Les producteurs accroîtront leur consommation de façon permanente au moyen des intérêts reçus sur leurs dépôts supplémentaires. Quant aux agents qui auraient financé une demande accrue de biens durables en contractant un emprunt à la banque, ils diminueront leur consommation afin d'acquitter les intérêts dus sur ce dernier. Dans un contexte de cycle économique réel, cette expansion ponctuelle du bilan du système bancaire et du stock de monnaie au sens large par rapport au revenu n'est pas nécessairement inflationniste.

Un monétariste pourrait s'inscrire en faux contre le scénario que je viens de décrire parce qu'il ne prévoit pas de rendement sous forme de services de liquidité sur la monnaie au sens large⁵. D'un point de vue monétariste, tous les actifs rapportent un rendement qui englobe, dans une mesure variable, un rendement implicite sous forme de services de liquidité et un rendement sous forme de services productifs, d'utilité directe, d'intérêts et éventuellement de plus-value. Les actifs monétaires tels que la monnaie hors banques et les dépôts en banque sont appréciés essentiellement pour le rendement qu'ils procurent sous forme de services implicites de liquidité. Cette forme de rendement représente une proportion moins élevée du rendement total des titres à court terme et une fraction

5. On peut considérer que Diamond (1997), Heaton et Lucas (1996) et Holmstrom et Tirole (1998) analysent les services de liquidité, au sens large, obtenus sur les dépôts bancaires et les obligations d'État dans des modèles comportant des primes de financement externe. Voir de nouveau Goodfriend (2000).

encore plus faible du rendement des obligations à long terme et des actifs non monétaires.

Les dépôts nouvellement créés à des fins autres que le règlement de transactions constituent une augmentation nette de la liquidité au sens large. Dans la logique monétariste, une expansion de la monnaie au sens large par rapport à la dépense fait baisser à la marge le rendement implicite sous forme de services de liquidité⁶. L'égalité entre le rendement total de la monnaie au sens large et le rendement total des actifs moins liquides pourrait être maintenue si les banques versaient un taux explicite supérieur sur les dépôts autres que les encaisses de transaction. Cependant, comme la banque centrale prend pour cible le taux interbancaire — qui détermine le coût des fonds à prêter —, les banques n'offriraient pas de taux supérieur sur les dépôts.

Par conséquent, le public essaierait de rééquilibrer ses portefeuilles en échangeant les dépôts qui ne sont pas constitués d'encaisses de transaction contre des avoirs moins liquides qui offrent un rendement total plus élevé. Cela ferait monter les prix des actifs moins liquides et baisser leur rendement attendu par rapport à celui des dépôts. L'offre excédentaire de liquidités au sens large serait partiellement résorbée par une réduction de l'écart explicite de taux de rendement attendu en faveur des avoirs non monétaires. La demande globale aurait tendance à augmenter par suite de la hausse des prix des actifs, et l'excédent de liquidités au sens large pourrait, en fin de compte, être épongé par une hausse du niveau des prix.

Lorsqu'on tient compte du rendement implicite sous forme de services de liquidité, une augmentation de la monnaie au sens large par rapport à la dépense peut être inflationniste. Cela dépend de facteurs tels que le coût et la rapidité de l'ajustement des portefeuilles ainsi que des attentes du public à l'égard de la persistance et de l'importance de l'excédent de monnaie au sens large qui sera créé. Une banque centrale crédible sur le plan de la stabilité des prix pourrait laisser l'excédent de monnaie au sens large

6. Heaton et Lucas (1996) étudient le rendement sous forme de services de liquidité au sens large dans le cadre d'un modèle quantitatif à marchés incomplets; ils constatent que 50 % de la prime rattachée aux actions (le rendement explicite supplémentaire des actions par rapport aux obligations à court terme) est représentée par le rendement implicite marginal sous forme de services de liquidité au sens large sur les titres d'emprunt à court terme. Ils montrent par une analyse quantitative que la prime rattachée aux actions est très sensible au montant des titres à court terme qui sont disponibles et qu'elle diminue lorsqu'on accroît l'offre extérieure de ces titres. Les portefeuilles de titres à court terme fournissent des services de liquidité au sens large en permettant aux particuliers soumis à des contraintes d'emprunt de régulariser leur consommation sans s'exposer à des coûts de transaction importants. Les dépôts autres que les encaisses de transaction peuvent être considérés comme de proches substituts des titres à court terme.

persister pendant un certain temps si le public était persuadé qu'elle peut parvenir, à terme, à éliminer l'offre excédentaire de monnaie sans inflation.

Analyse empirique des chocs de politique monétaire

Dans cette dernière section, je formulerai des commentaires sur l'analyse empirique des chocs de politique monétaire au moyen de vecteurs autorégressifs (VAR). Les VAR figurent parmi les techniques d'analyse empirique de la politique monétaire les moins contraignantes. Une bonne partie des remarques qui suivront ont une application plus large.

La théorie macroéconomique des anticipations rationnelles nous apprend qu'une stratégie empirique d'étude de la politique monétaire devrait partir de l'hypothèse que le public et la banque centrale utilisent l'information de façon efficiente. Par conséquent, une bonne stratégie doit spécifier l'information disponible et présumer que le public et la banque centrale s'en servent pour prévoir de manière efficiente les variables qui nous intéressent. Les VAR permettent d'y parvenir en exprimant sous forme orthogonale les erreurs de prévision conditionnelle et les variables qui, *croit-on*, font partie des ensembles d'informations du public et de la banque centrale.

Étant donné que les VAR reposent sur l'orthogonalisation des variables, ils posent aussi quelques problèmes. Par exemple, cette dernière peut être trompeuse si certaines variables sont mal mesurées. Il y aura aussi un problème si des variables omises dans le VAR sont en fait employées par la banque centrale ou le public pour effectuer des prévisions et sont corrélées avec les variables retenues. Un facteur supplémentaire de complication tient au fait que l'importance relative des variables dans la fonction de réaction de la banque centrale peut changer au cours du cycle économique. Par exemple, au sommet du cycle, quand l'inflation risque le plus de faire problème, la banque centrale suit de plus près les variables qui aident à prédire l'inflation, de sorte que celles-ci devraient jouer un rôle plus important dans les prévisions du marché concernant les décisions de la banque centrale en matière de taux d'intérêt. L'importance changeante des variables dans la fonction de réaction de la banque centrale soulève des difficultés dans les méthodes VAR linéaires à coefficients constants⁷.

Lorsqu'on a commencé à analyser la politique monétaire au moyen de VAR dans les années 1970 et au début des années 1980, les économistes avaient tendance à considérer les variations du stock de monnaie comme une

7. Rudebusch (1998) remet en question l'identification et l'interprétation des chocs de politique dans les VAR. Voir aussi les commentaires de Sims (1998) sur l'article de Rudebusch.

source importante — voire *la plus* importante — de chocs pour l'ensemble de l'économie. La politique monétaire inflationniste, reposant sur l'alternance de phases d'accélération et de freinage, menée au cours des décennies qui ont suivi la guerre de Corée a renforcé l'opinion, popularisée par Friedman et Schwartz (1963), selon laquelle les chocs monétaires revêtent une grande importance. L'utilisation de VAR pour isoler les chocs de politique et suivre leurs répercussions sur d'autres variables macroéconomiques paraissait être un outil d'analyse prometteur de la politique monétaire.

De nos jours, cependant, les principales banques centrales du monde font de la maîtrise de l'inflation une priorité. À l'heure actuelle du moins, une politique monétaire inflationniste où alternent les phases d'expansion et de contraction semble être chose du passé. La politique monétaire joue un rôle stabilisateur dans l'économie, et je crois honnêtement que le comportement des banques centrales est davantage guidé par leurs objectifs propres qu'aléatoire⁸.

En outre, on en est venu à comprendre que la politique monétaire agit par l'entremise d'un taux d'intérêt, et non du stock de monnaie. Si l'on prend pour instrument d'intervention le taux à un jour visé sur le marché interbancaire, il est difficile de voir comment la banque centrale pourrait autoriser des chocs involontaires de politique. Le taux visé pour les fonds fédéraux est annoncé publiquement depuis février 1994 aux États-Unis, et les marchés ne font aucun cas des variations aléatoires temporaires de ce taux.

Une façon d'admettre des variations non souhaitées de taux d'intérêt consisterait peut-être à faire l'hypothèse que la politique de taux d'intérêt agit par le truchement des taux à moins court terme. Le modèle pourrait postuler que la politique exerce ses effets par l'entremise des taux à trois ou à six mois, qui sont déterminés conformément à la théorie voulant que la structure des taux d'intérêt corresponde à la valeur moyenne des taux à un jour attendus (plus une prime de terme). On pourrait alors interpréter les chocs de politique comme des variations non désirées des attentes relatives au taux à un jour.

Même dans ce cas, cependant, on voit mal comment les attentes pourraient se modifier sans que la banque centrale ne l'ait voulu. Si le public et la banque centrale se servent des mêmes variables, les observent en même temps et s'entendent sur la manière efficiente de prévoir les variables

8. Leeper, Sims et Zha (1996) indiquent que les variations des agrégats monétaires résultent principalement d'une politique qui s'ajuste aux changements de la demande privée et que les modifications de la politique de taux d'intérêt ont joué un rôle relativement faible dans l'évolution de la production au cours des dernières décennies.

pertinentes, il est difficile de générer des modifications imprévues des attentes en matière de taux d'intérêt.

On pourrait supposer que la banque centrale dispose d'une information privilégiée sur ses propres préférences ou celles du régime politique en matière d'inflation imprévue⁹. On entend souvent dire que cette information autocorrélée sur les préférences de la banque centrale joue un rôle important dans l'évolution de la politique monétaire. Il est cependant plus difficile de croire que les préférences privées des autorités inspirent actuellement la politique des plus grandes banques centrales du monde, étant donné leur engagement officiel ou effectif de maintenir l'inflation à un bas niveau.

Une autre possibilité encore est que les banques centrales introduisent dans leur instrument d'intervention une inertie qu'on ne peut représenter facilement au moyen d'une règle linéaire à coefficients constants¹⁰. Selon ce point de vue, il se peut que les chocs de politique estimés par l'économétricien ne soient ni imprévus par la banque centrale, ni une surprise pour le public. Les chocs estimés peuvent résulter principalement d'une erreur de spécification du modèle.

La confiance qu'on peut avoir dans les résultats des études VAR portant sur l'effet des chocs de politique monétaire sur l'économie dépend dans une très large mesure de la fiabilité qu'on prête à l'identification et à l'interprétation des chocs subis par la règle de taux d'intérêt. Une analyse empirique de la politique monétaire devrait indiquer de manière explicite la source présumée des chocs de politique afin d'en garantir la plausibilité et d'exploiter les restrictions susceptibles de découler du processus générateur de chocs pris pour hypothèse.

À tout le moins, en cette ère où les banques centrales poursuivent un objectif clair, on voit mal comment on pourrait interpréter les VAR comme une indication que les variations non souhaitées de l'instrument d'intervention peuvent persister dans le temps et exercer une influence sensible sur les variables macroéconomiques. Ceux qui tendent à voir dans les chocs de politique la conséquence du caractère aléatoire — inévitablement mal compris — du processus d'élaboration de la politique monétaire devraient se demander comment un comité moderne de politique monétaire, surveillé par les observateurs de la banque centrale, pourrait

9. Cukierman et Meltzer (1986) analysent en détail les conséquences de l'information de nature privée sur la politique monétaire. Leeper, Sims et Zha (1996, p. 12) soutiennent que le processus d'élaboration de la politique monétaire comprend un élément aléatoire inhérent qui explique les chocs que peut subir la règle suivie par les autorités.

10. Voir Woodford (1999b).

permettre à une composante aléatoire importante de persister dans son instrument d'intervention¹¹.

Bibliographie

- Cukierman, A. et A. Meltzer (1986). « A Theory of Ambiguity, Credibility, and Inflation under Discretion and Asymmetric Information », *Econometrica*, vol. 54, n° 5, p. 1099-1128.
- Diamond, D. (1997). « Liquidity, Banks, and Markets », *Journal of Political Economy*, vol. 105, n° 5, p. 928-956.
- Friedman, M. et A. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Goodfriend, M. (1982). « A Model of Money Stock Determination with Loan Demand and a Banking System Balance Sheet Constraint », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, vol. 68, n° 1, p. 3-16.
- (1987). « Interest Rate Smoothing and Price Level Trend-Stationarity », *Journal of Monetary Economics*, vol. 19, n° 3, p. 335-348.
- (2000). « Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy », document de travail n° 00-3, Federal Reserve Bank of Richmond.
- Heaton, J. et D. Lucas (1996). « Evaluating the Effects of Incomplete Markets on Risk Sharing and Asset Pricing », *Journal of Political Economy*, vol. 104, n° 3, p. 443-487.
- Holmstrom, B. et J. Tirole (1998). « Private and Public Supply of Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 1, p. 1-40.
- Kerr, W. et R. G. King (1996). « Limits on Interest Rate Rules in the IS Model », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 82, n° 2, p. 47-75.
- Leeper, E. M., C. A. Sims et T. Zha (1996). « What Does Monetary Policy Do? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 1-63.
- Rudebusch, G. D. (1998). « Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense? », *International Economic Review*, vol. 39, n° 4, p. 907-931.
- Sims, C. A. (1998). « Comment on Glenn Rudebusch's 'Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?' », *International Economic Review*, vol. 39, n° 4, p. 933-941.
- Woodford, M. (1999a). « Interest and Prices », Princeton University, photocopie.
- (1999b). « Optimal Monetary Policy Inertia », document de travail n° 7261, National Bureau of Economic Research.

11. Dans le cas d'un VAR spécifié en niveaux, un taux d'intérêt à court terme retardé affecté d'un coefficient positif dans l'équation décrivant la politique de taux d'intérêt signifie qu'un choc de politique a une certaine persistance. Dans le cas d'un VAR exprimé en différences premières, les chocs aléatoires ont des effets permanents sur le niveau de l'instrument d'intervention et sont cumulatifs s'il y a une variable de taux d'intérêt retardé en différences affectée d'un coefficient positif dans l'équation décrivant la politique monétaire.

Troisième commentaire

David Laidler

C'est un véritable plaisir que d'être invité à clore un colloque consacré aux agrégats monétaires. J'en remercie les organisateurs.

Étant donné que les agrégats commencent à revenir dans la faveur des responsables de la politique monétaire, il est utile de se rappeler ce qui a mal tourné lorsque des cibles de croissance monétaire étaient en vigueur, dans les années 1970, et de tirer les enseignements de cette expérience maintenant que nous essayons de faire un meilleur usage de ces variables.

Les cibles de croissance monétaire des années 1970

Au Canada et dans d'autres pays, des cibles de croissance monétaire ont été adoptées vers le milieu des années 1970 au terme d'un débat portant sur les causes de l'inflation et les remèdes à cette dernière — la « controverse monétariste ». Pour les tenants du monétarisme, la victoire remportée n'a pas eu tous les bénéfices escomptés. Ils avaient préconisé une politique de lutte contre l'inflation centrée sur la régulation de la croissance d'un agrégat monétaire; au Canada, une version de leur solution fut mise en pratique, devant les regards ô combien attentifs et critiques des observateurs. Il se trouva cependant que la politique mise en œuvre ne donna pas de très bons résultats. Rétrospectivement, cela n'a rien de surprenant.

Quand Milton Friedman (1960) avait prôné une règle fondée sur la croissance monétaire, il s'agissait d'une façon de maintenir l'économie américaine sur la voie qu'elle avait suivie durant les années 1950, celle d'une expansion régulière et d'une faible inflation. Lorsque les cibles de croissance monétaire furent adoptées au Canada en 1975, l'objectif était de rétablir la stabilité dans une économie où l'inflation avait déjà fait beaucoup de dégâts. Selon Friedman, l'adoption une fois pour toutes d'un taux de

croissance constant, inscrit dans la loi, de la monnaie était compatible avec le maintien d'un statu quo a priori souhaitable. La Banque du Canada, de son côté, instaura par voie administrative des cibles d'expansion monétaire, qui devaient être réduites à mesure que l'inflation diminuerait. Ce régime se révéla fragile pour plusieurs raisons.

En premier lieu, au milieu des années 1970, les économistes connaissaient bien la relation systématique entre la demande de monnaie et les taux d'intérêt nominaux qui est à l'origine de ce qu'on a appelé ensuite le problème de la « rentrée ». Ils n'avaient pas, toutefois, encore saisi toutes les conséquences de cette relation pour l'évolution de la croissance monétaire quand, la politique monétaire commençant à influencer sur la demande globale et à freiner l'inflation, les taux d'intérêt se mirent à augmenter, pour ensuite redescendre. En deuxième lieu, et ce facteur est étroitement lié au précédent, les économistes sous-estimèrent les problèmes créés par les substitutions d'actifs entre catégories de dépôts, dont certaines ne portaient pas intérêt et d'autres étaient rémunérées à des taux déterminés par le marché. En conséquence, les agrégats relativement étroits et les agrégats plus larges se mirent à évoluer de manière divergente, ce qui rendait l'orientation de la politique monétaire difficile à déterminer.

En troisième lieu, et il s'agit peut-être là du facteur le plus important, les économistes ont été totalement pris au dépourvu par les changements institutionnels survenant dans le secteur financier. La signification de certains agrégats commença à se modifier sous la pression de ces changements, dont le plus notable, au Canada, a été l'apparition des comptes de chèques à intérêt quotidien, qui tenait en partie aux progrès de l'informatique mais était aussi une manifestation concrète du problème de la « rentrée ». Sur le plan strictement technique, ces comptes étaient des comptes de dépôt à préavis, de sorte qu'ils n'entraient pas dans M1, l'agrégat servant de cible à la Banque du Canada. Leur apparition entraîna cependant une modification de la fonction de demande de M1 et perturba un régime fondé sur une diminution graduelle du taux de croissance de cet agrégat.

La confiance générale que suscitait la stabilité de la fonction de demande de monnaie, au début des années 1970, nous paraît maintenant naïve, mais elle s'expliquait par la facilité avec laquelle on était parvenu à modéliser cette relation sur de longues périodes au moyen d'équations remarquablement simples. Bien entendu, il y avait là un problème. Les diverses séries de données relatives à la quantité de monnaie dont tout le monde se servait, notamment les statistiques américaines remontant à 1863 que Friedman et Schwartz (1963) avaient utilisées, avaient été établies *ex post*, de sorte que les changements institutionnels y étaient déjà incorporés. Une série qui aurait été basée au départ sur une définition de la monnaie

appropriée à la situation de 1863 et qui aurait ensuite été maintenue de façon mécanique aurait révélé sans tarder les effets déstabilisateurs des changements institutionnels sur les relations économétriques. Pourtant, quand les définitions des agrégats monétaires qui avaient convenu au début des années 1960 furent conservées dans les années 1970, ces effets prirent tout le monde par surprise.

Mon propos n'est pas ici de m'attarder à l'histoire des cibles de croissance monétaire au Canada. Je ferai simplement remarquer que ce système n'a pas donné de très bons résultats, n'a jamais recueilli un large appui dans le grand public — pour qui une politique centrée sur le taux de croissance d'un agrégat monétaire n'avait guère de signification concrète — et a été officiellement abandonné en 1981.

La fixation de cibles d'inflation et les agrégats monétaires

La victoire des monétaristes dans les débats des années 1960 et du début de la décennie 1970 a néanmoins laissé une empreinte indélébile sur la conception de la politique monétaire. Les cibles de croissance monétaire ont certes été abandonnées en 1981, mais non les idées voulant, d'une part, que la politique monétaire ait pour but de maîtriser l'inflation et, d'autre part, que le taux d'inflation dépende à long terme du rythme d'expansion monétaire. Au Canada, de surcroît, les observations indiquant que les fluctuations à court terme de la croissance monétaire fournissent une information utile sur les variations à venir de la production et, à plus long terme, de l'inflation ont continué de s'accumuler au cours des années 1980 et 1990.

On peut donc affirmer de manière tout à fait légitime que, dans un certain sens, le régime actuel axé sur la poursuite de cibles de maîtrise de l'inflation est un héritage de la controverse monétariste. Ce régime bénéficie d'un appui considérable dans le public, qui comprend parfaitement ce que sont l'inflation et ses conséquences nuisibles.

Depuis près d'une dizaine d'années maintenant, la banque centrale vise des cibles d'inflation dans un cadre macroéconomique où les agrégats monétaires ne jouent aucun rôle visible, mais où un taux d'intérêt fixé par la banque centrale est lié, par l'entremise de la demande globale, à un « écart de production » qui fait lui-même varier l'inflation par rapport au niveau attendu. Le maintien d'un bas taux d'inflation durant cette période, tandis que l'économie se rapprochait d'une situation assimilable au « plein emploi », atteste l'utilité de ce cadre. Cependant, son efficacité même a diminué son utilité. Personne n'est maintenant vraiment sûr de la taille de l'écart de production; on pourrait même débattre de la question de savoir s'il est positif ou négatif.

La Banque du Canada a donc grand besoin d'autres indicateurs des effets de sa politique sur l'inflation; or, les agrégats monétaires peuvent très bien jouer ce rôle. Nul ne conteste leur influence dans la détermination du sentier suivi par l'inflation à long terme et, à un horizon plus rapproché, leur utilité à titre d'indicateurs avancés de la production, tout particulièrement dans le cas des agrégats étroits. En outre, le principal défi à relever par les autorités monétaires consiste maintenant à éviter qu'une économie qui fonctionne bien ne déraile — l'objectif même que visait Friedman avec sa règle de croissance monétaire il y a 40 ans.

Aucune des considérations que je viens d'exposer ne justifie cependant le rétablissement des cibles de croissance monétaire, car les problèmes liés aux changements institutionnels n'ont pas disparu. Il reste que les agrégats monétaires devraient susciter un regain d'intérêt — ce qui est d'ailleurs le cas — chez les responsables de la politique monétaire. Il y a lieu d'essayer de déterminer la place qu'ils pourraient occuper dans le cadre théorique sur lequel repose cette politique. Tel était, évidemment, le but de ce colloque.

La monnaie endogène

La question de savoir si la monnaie est une variable exogène ou endogène sème la confusion depuis des années. À l'évidence, si l'on considère l'économie dans son ensemble, la monnaie est endogène, mais cela n'en fait pas une variable passive pour autant. De surcroît, dans l'optique « marshallienne » de la modélisation économique qui était à la base des travaux de Friedman et de ceux qui l'ont suivi dans la même voie, il est utile d'étudier les effets de la monnaie sur la production et l'inflation dans le cadre de systèmes simplifiés qui isolent ces effets en traitant la monnaie « comme si » elle était exogène. Même dans ce cas, il est toujours utile de compléter le tableau en montrant de quelle façon les créances du secteur bancaire, ce sous-produit des activités sur le marché du crédit (lesquelles ont elles-mêmes des effets directs sur la demande globale), peuvent avoir des effets de seconde vague et même au delà, au lieu d'être tout simplement effacées par des opérations compensatoires entre les banques et le public.

Ces effets ont souvent été décrits par les spécialistes de l'économie monétaire depuis près de deux siècles, ainsi que je l'ai déjà montré (Laidler, 1999), mais ils ont rarement été exposés de manière formelle. Brunner et Meltzer ont fait un important effort en ce sens il y a trente ans (voir le chapitre intitulé « Second Lecture » de Brunner et Meltzer, 1993, où ceux-ci reprennent l'argumentation développée), mais le caractère essentiellement récursif des mécanismes à l'œuvre s'est révélé difficile à représenter dans le cadre statique dont on disposait pendant les années 1960 et 1970. C'est

pourquoi leurs travaux n'ont pas été appréciés à leur juste valeur. Les modèles dynamiques d'équilibre général récemment mis au point pourraient toutefois permettre de s'attaquer de manière beaucoup plus efficace à ces questions.

Une caractéristique fondamentale des modèles dynamiques d'équilibre général est la spécification soigneuse du moment auquel les diverses opérations se déroulent entre les catégories d'agents, laquelle permet de suivre pas à pas la chaîne des impulsions et de leurs effets. Celles-ci peuvent partir, par exemple, de la banque centrale (lorsqu'elle modifie le taux d'intérêt) pour aller vers les intermédiaires financiers puis les entreprises, qui interagissent ensemble sur le marché du crédit, et ensuite vers les ménages par l'entremise du marché du travail, pour revenir aux entreprises sur le marché de la production et aux intermédiaires financiers sur le marché des dépôts, et ainsi de suite. On pourrait aussi trouver, à l'origine de cette chaîne, une innovation technologique qui influe simultanément sur les possibilités de production et les incitations des entreprises à emprunter auprès des intermédiaires financiers.

S'il était facile de mettre au point des versions de ces modèles qui tiennent compte des activités de création monétaire des intermédiaires financiers et de leurs conséquences ultérieures pour les décisions de dépense et de placement des entreprises et des ménages, ce serait déjà chose faite. Cependant, ce terrain difficile à cultiver pourrait se révéler très productif, en nous donnant une idée beaucoup plus claire des raisons pour lesquelles les créances monétaires endogènes des intermédiaires financiers, notamment celles qui peuvent servir au règlement des transactions, semblent jouer un rôle causal dans les décisions de dépense, ainsi que des circonstances dans lesquelles ces effets risquent de revêtir une importance toute particulière. Mieux nous comprendrons ces questions sur le plan théorique, et plus nous aurons confiance dans notre capacité d'extraire du comportement des agrégats monétaires une information utile aux décideurs.

Le problème permanent de la définition de la monnaie

Peut-être ces travaux jetteront-ils aussi la lumière sur un problème qui fait obstacle à toute utilisation des agrégats monétaires dans la politique publique et auquel nous avons consacré beaucoup d'attention au cours de ce colloque : je veux parler de la tendance des messages que ces variables véhiculent à évoluer dans le temps sous l'effet des changements institutionnels. En attendant que la lumière soit faite, je n'ai aucune panacée à vous offrir. Ce problème existe depuis le commencement des études systématiques consacrées à la politique monétaire au début du XIX^e siècle, même si nous l'avons oublié pour un temps durant les années 1960 et 1970.

Pour prolonger les travaux actuels, il pourrait être utile, cependant, de rappeler que les agrégats étroits ne constituent pas tant des substituts aux agrégats larges qu'ils n'en représentent des composantes. Nous devrions accorder plus d'attention à l'information que recèlent les différences entre ces agrégats quand nous essayons de comprendre le rôle qu'ils jouent dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les pondérations variables attribuées aux composantes particulières des agrégats dans les indices de Divisia tiennent compte de ce fait, mais ces indices ne représentent qu'une façon d'aborder la question.

Cela dit, c'est une banalité que d'insister sur l'importance qu'il convient d'accorder à un suivi permanent des changements institutionnels, mais cette tâche demeure essentielle si l'on veut que les agrégats monétaires conservent leur utilité pour la conduite de la politique monétaire. Après tout, même avant l'adoption des cibles de croissance monétaire, Kenneth Boulding (1969, p. 555) avait lancé l'avertissement suivant, qui garde toute son actualité :

Nous devons bien définir ce qu'est la monnaie
 Faute de quoi nous devons nous contenter
 D'une théorie quantitative vide
 Qui ne nous mènerait à rien de valide.
 Semblables à ces abeilles qui fabriquent le miel
 Les banques vont créer un produit sans pareil,
 Qu'elles aiment à écouler et parfois conserver.
 Qu'est-ce qui est liquide? Qu'est-ce qui ne l'est pas?
 La réponse dépend de l'économie et de son état.
 Réserve de valeur ou bien moyen d'échange,
 La monnaie de diverses manières se range
 Et ma définition vaut largement la vôtre.
 La force du plastique et de l'informatique
 Nous permet cependant de jouer à l'apôtre
 En prédisant qu'un jour monnaie disparaîtra
 Et de définition, plus on ne parlera.
 [Traduction libre]

Bibliographie

- Boulding, K. (1969). « Minutes of Session V [of the conference of University Professors, sponsored by the American Bankers Association with the co-operation of the London Banking Community. Ditchley Park, Oxfordshire, England, 10–13 Sept. 1968] How Does Monetary Policy Affect the Economy? (A Shakespearean Sonnet, as Written by Swinburne and W. S. Gilbert) », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 3, p. 555.
- Brunner, K. et A. H. Meltzer (1993). *Money and the Economy: Issues in Monetary Analysis*, The Raffaele Mattioli Lectures, Cambridge, Cambridge University Press.

- Friedman, M. (1960). *A Program for Monetary Stability*, New York, Fordham University Press.
- Friedman, M. et A. J. Schwartz (1963). *A Monetary History of the United States, 1863-1960*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- Laidler, D. (1999). « Variations on a Two-Interest-Rate Theme ». In : *Money, Markets and Method: Essays in Honour of Robert W. Clower*, sous la direction de P. W. Howitt, E. de Antoni et A. Leijonhufvud, Northampton (Massachusetts), Edward Elgar, p. 121-139.

Discussion générale

La discussion porte sur le rôle des agrégats monétaires dans la conduite de la politique monétaire. Tom Rymes demande si l'on peut encore considérer la base monétaire comme un point d'ancrage nominal alors qu'elle n'est plus constituée que de la monnaie en circulation. Charles Freedman convient que le modèle d'offre de monnaie décrit dans les manuels d'économie n'est plus applicable et invite les auteurs à mettre au point d'autres modèles à usage didactique tenant compte de l'élimination des réserves bancaires.

David Mayes dit ne pas bien comprendre pourquoi précisément la Banque centrale européenne (BCE) publie un taux de référence pour la croissance de l'offre de monnaie. Il s'interroge sur l'utilité de cette notion pour les communications publiques. Aux yeux de Freedman, la démarche de la BCE apparaît comme une voie moyenne dans un large éventail de combinaisons possibles de cibles de croissance monétaire et d'inflation. À une extrémité de l'éventail se trouve une cible de maîtrise de l'inflation, comme au Canada, les stocks de monnaie servant de manière informelle de variables d'information, et à l'autre extrémité une cible de croissance monétaire, assortie d'un objectif implicite de faible inflation, comme c'est le cas en Suisse et en Allemagne.

David Laidler, Marvin Goodfriend et Frank Smets montrent plus d'enthousiasme au sujet du rôle potentiel de l'offre de monnaie. Laidler estime que, s'il faut être attentif aux effets des changements structurels par moments, les observations empiriques montrent dans leur ensemble que les agrégats monétaires, p. ex. M1 au Canada, contiennent de l'information. Celle-ci pourrait servir à mettre au point un indicateur utile à la fixation du

* Le présent sommaire a été rédigé par Kevin Clinton.

taux d'intérêt à court terme, pour les six mois à venir par exemple, à un niveau compatible avec la cible annoncée en matière d'inflation.

Goodfriend souligne que, pour que la banque centrale puisse en définitive influencer sur l'économie, la demande d'une composante de la base monétaire qui n'a pas de proche substitut doit être prévisible. Un indicateur basé sur la croissance monétaire réduirait également le risque d'erreur grave dans l'orientation de la politique monétaire. Par exemple, en période de déflation et d'inflation, le taux d'intérêt nominal devient un indicateur trompeur pour juger de l'orientation de la politique monétaire, dans la mesure où ses variations peuvent refléter la modification des attentes relatives à l'évolution du niveau des prix plutôt que les fluctuations du taux d'intérêt réel. En période de déflation, comme les taux de rendement nominaux ne peuvent pas devenir négatifs, le taux d'intérêt à court terme peut cesser d'être une variable opérationnelle pour les autorités. Dans ce cas, l'adoption de cibles quantitatives pourrait se révéler utile.

Smets décrit les fondements conceptuels du taux de référence choisi par la BCE pour la croissance de M3. Cet agrégat est plus qu'une simple variable indicatrice, puisqu'il peut servir de point d'ancrage nominal au système. Le taux de référence fournit un indicateur robuste pour la conduite de la politique monétaire. Étant donné l'incertitude qui entoure le mécanisme de transmission et les mutations que connaît celui-ci, la robustesse est une propriété particulièrement précieuse. De plus, nous ne disposons pas de modèles qui puissent tenir compte simultanément de tous les facteurs pertinents, comme le comportement du prix des actifs et la fragilité financière. Étant donné ces lacunes, on a tout intérêt à suivre l'évolution d'indicateurs quantitatifs.