

Actes du colloque de 1997

Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire

Actes d'un colloque tenu en mai 1997

Introduction

Tiff Macklem

Février 1998

En février 1991, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé ensemble une série de cibles définissant une trajectoire pour la réduction de l'inflation. L'objectif était de ramener le taux d'inflation mesuré par la variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) à 3 % pour la fin de 1992, puis à 2 % pour la fin de 1995. Ces cibles étaient en fait les points médians d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre du niveau visé.

Au moment de cette annonce, un seul autre pays, la Nouvelle-Zélande, avait adopté une cible explicite à l'égard de l'inflation. En outre, même si les économistes des milieux universitaires avaient beaucoup écrit sur les avantages et les coûts liés à la réalisation et au maintien d'un faible taux d'inflation, l'adoption d'une cible explicite avait suscité jusque-là relativement peu d'intérêt parmi ces chercheurs, aussi bien au Canada qu'à l'étranger.

C'est sur cette toile de fond que s'était déroulé en 1993 le colloque tenu par la Banque du Canada sur les conséquences de la recherche d'un bas taux d'inflation pour le comportement des agents économiques et l'orientation de la politique économique. Le colloque, intitulé Comportement des agents économiques et formulation des politiques en régime de stabilité des prix, avait abordé plusieurs questions importantes, dont les suivantes :

- Quel est le taux d'inflation optimal?
- Quels sont les avantages d'une inflation plus faible et moins variable?
- Peut-on déceler une rigidité à la baisse des salaires et des prix nominaux?
- Vaut-il mieux prendre pour cible le taux de variation des prix (c'est-à-dire le taux d'inflation) ou le niveau des prix?
- Quelle est la crédibilité des cibles de réduction de l'inflation et quelles sont les répercussions, sur la politique monétaire, des modifications que subit le mode de formation des anticipations?
- Le processus d'inflation comporte-t-il d'importantes non-linéarités?

Plusieurs événements se sont produits depuis le colloque de 1993. En décembre 1993, la Banque et le gouvernement canadien ont annoncé conjointement que la fourchette cible de 1 à 3 % établie pour la fin de 1995 serait prolongée jusqu'à la fin de 1998, afin de permettre aux autorités d'acquérir plus d'expérience dans un climat de faible inflation avant d'arrêter l'objectif à plus long terme de la politique monétaire. À l'étranger, un certain nombre de pays ont adopté des cibles en matière d'inflation et en ont fait l'expérience, dont le Royaume-Uni, la Suède, la Finlande, l'Australie, l'Espagne et Israël. Les années 90 se sont également caractérisées jusqu'ici par une convergence remarquable des taux d'inflation vers des niveaux relativement peu élevés dans la plupart des pays industrialisés (aussi bien dans ceux qui avaient défini des cibles explicites que dans les autres). Aussi les recherches et les analyses portant sur la conduite de la politique monétaire en période de faible inflation et sur le rôle joué par les cibles explicites adoptées se sont-elles multipliées, tant dans la communauté universitaire que dans les banques centrales.

C'est dans ce contexte que la Banque a décidé que l'on se pencherait à nouveau, au colloque de 1997, sur des questions de nature analytique liées à la stabilité des prix. Cette fois-ci, la question du prolongement des cibles de maîtrise de l'inflation au delà de 1998 devant être réexaminée, une importance particulière a été accordée au rôle et à la conception des cibles en matière d'inflation. Le colloque de 1997 est donc

revenu sur les thèmes abordés en 1993, auxquels se sont toutefois greffées plusieurs autres questions, notamment :

- Que peut-on dire de la relation entre l'inflation et la croissance économique?
- Quelle est l'importance du biais de mesure inhérent à l'IPC?
- Comment doit-on mesurer l'inflation tendancielle?
- Quelle doit être l'amplitude de la fourchette autour de la cible fixée?
- Quels enseignements peut-on tirer de l'expérience des autres pays ayant adopté des cibles en matière d'inflation?

Comme le veut la tradition des colloques organisés par les départements d'analyse de la Banque du Canada, des universitaires et des membres du personnel de la Banque ont été invités à rédiger des études portant sur les questions au programme. Pour le colloque de 1997, trois études ont été réalisées par des universitaires, une quatrième conjointement par un universitaire et un économiste de la Banque, et quatre autres par le personnel de la Banque. Deux personnes, en général, ont été chargées de commenter chaque étude : un économiste de la Banque et un chercheur du milieu universitaire ont commenté les études effectuées par les universitaires, et un ou deux universitaires, celles du personnel de la Banque. Une discussion générale entre tous les participants a suivi la présentation de chaque étude.

Le colloque de 1997 a également réuni dans une table ronde spéciale trois praticiens de la politique monétaire venus de pays ayant adopté des cibles à l'égard de l'inflation : Murray Sherwin, sous-gouverneur de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, William A. Allen, sous-directeur, Analyse de la politique monétaire, à la Banque d'Angleterre, et Lars Heikensten, sous-gouverneur de la Banque de Suède. Leurs observations, qui étaient centrées sur l'utilisation des cibles établies dans leurs pays respectifs, ont fait ressortir de manière très claire les défis auxquels sont confrontés tous les responsables de la politique monétaire dans les pays à économie ouverte.

Tous les colloques organisés par la Banque se terminent par une table ronde offrant une synthèse des débats; celui de 1997 n'a pas failli à la règle. Cette table ronde a été animée par Paul Jenkins, sous-gouverneur de la Banque du Canada, et deux éminents universitaires, le professeur Norman Cameron, de l'Université du Manitoba, et le professeur William Scarth, de l'Université McMaster. Dans leurs commentaires, qui sont reproduits à la fin du volume et constituent une synthèse éclairée, les trois rapporteurs relient les divers thèmes apparus au cours des deux journées du colloque, se penchent sur les leçons à dégager de celui-ci et esquissent les questions qui devraient faire l'objet, en priorité, de recherches futures.

Les colloques organisés par la Banque visent à inciter les économistes des milieux universitaires à produire des recherches originales sur les questions de politique monétaire et à faire la critique des recherches menées par le personnel de la Banque. Ils contribuent par conséquent à établir le cadre de politique monétaire sur des fondements solides. Il est toutefois impossible, dans une introduction, de rendre compte de toutes les observations et suggestions judicieuses des commentateurs et des participants. C'est pourquoi cette introduction porte exclusivement sur les études présentées au colloque et les deux tables rondes. Les observations des commentateurs ainsi qu'une synthèse de la discussion ayant fait suite à la présentation de chaque étude figurent dans les présents actes.

La nature intertemporelle de l'information véhiculée par le système de prix Acrobat PDF (125k)
Serge Coulombe (Université d'Ottawa)

Une banque centrale ayant pris le taux d'inflation pour cible entreprend normalement, lorsqu'un choc porte celui-ci au delà du niveau visé, de l'y ramener. Dans un tel scénario, le niveau des prix s'accroît sous l'effet du choc initial, puis le taux d'augmentation du niveau des prix est réduit jusqu'à ce qu'il revienne au taux d'inflation visé. Par conséquent, la hausse initiale du niveau des prix n'est pas inversée et l'on observe un relèvement permanent du niveau des prix. En revanche, si la banque centrale a plutôt retenu pour cible le niveau des prix, elle prendra des mesures en vue de ramener ce dernier sur la trajectoire visée (il n'est pas indispensable que le niveau des prix soit constant, il pourrait s'accroître de 2 % par an par exemple, ce qui

reviendrait à un taux d'inflation moyen de 2 % à long terme). En ce qui concerne l'inflation, un choc qui porte le niveau des prix au-dessus de la trajectoire souhaitée entraîne initialement une hausse de l'inflation au delà de sa moyenne à long terme; cependant, lorsque la banque centrale entreprend de ramener le niveau des prix sur la trajectoire visée, le taux d'inflation doit descendre au-dessous de sa moyenne à long terme pendant le temps nécessaire pour contrebalancer l'effet du choc positif subi initialement par le niveau des prix.

Partant de cette observation, Coulombe examine comment le taux d'intérêt réel — le taux d'intérêt nominal diminué du taux d'inflation anticipé (à l'horizon de l'instrument d'intervention) — est déterminé selon que la cible retenue est l'inflation ou le niveau des prix. Son analyse théorique montre que, quand le taux d'inflation est pris pour cible, le niveau des prix ne joue en soi aucun rôle dans la détermination du taux d'intérêt réel. Cela est dû au fait que, dans ce régime de politique monétaire, tous les chocs subis par le niveau des prix sont permanents, de sorte que les chocs passés ne renseignent nullement sur l'évolution future du niveau des prix et, donc, de l'inflation. En revanche, quand la cible est exprimée en fonction du niveau des prix, le taux d'intérêt réel dépend de l'écart entre le niveau courant des prix et le niveau pris pour cible. Dans ce régime de politique monétaire, le niveau des prix renferme de l'information utile sur l'inflation future, les chocs de prix passés devant être corrigés par la suite. Cette information, soutient Coulombe, aiderait à assurer une affectation intertemporelle efficace des ressources.

Coulombe est également d'avis qu'une cible formulée en fonction du niveau des prix permettrait de contourner le problème suivant, évoqué par Summers (1991) : lorsque la banque centrale vise un taux d'inflation égal à zéro, le taux d'intérêt réel ne peut devenir négatif (puisque le taux d'intérêt nominal ne peut être inférieur à zéro), ce qui limite la capacité de la banque centrale de stimuler l'économie quand cela se révèle nécessaire. Lorsque la cible est exprimée en fonction du niveau des prix, par contre, le taux d'intérêt réel peut devenir négatif même avec un taux d'inflation moyen égal à zéro à long terme, puisque la correction des effets d'un choc négatif sur le niveau des prix exige une période d'inflation supérieure à zéro.

Étant donné qu'aucun pays n'a récemment pris pour cible le niveau des prix, Coulombe se penche sur la période au cours de laquelle l'étalon-or s'est appliqué en Grande-Bretagne (de 1717 à 1914) pour tester sa théorie; à cette époque, fait-il valoir, la politique monétaire visait implicitement le maintien du niveau des prix. Coulombe part de son analyse théorique pour calculer le taux d'intérêt réel pendant cette période. L'examen de la série temporelle ainsi obtenue l'amène à conclure que, lorsque les taux d'intérêt réels sont définis de cette manière, leur comportement est plus facile à comprendre et permet d'expliquer la corrélation positive — qui défiait jusqu'ici l'interprétation — entre le taux d'intérêt nominal et le niveau des prix durant la période en question.

En conclusion, Coulombe émet l'opinion qu'il convient d'examiner de plus près la possibilité de définir la cible explicite en fonction du niveau des prix plutôt que du taux d'inflation avant d'envisager de nouvelles réductions du taux d'inflation visé.

L'IPC est-il une mesure adéquate pour la définition de la stabilité des prix? Acrobat PDF (162k)

Allan Crawford, Jean-François Fillion, et Thérèse Lafleche, (Banque du Canada)

Les auteurs de l'étude analysent trois questions relatives à la mesure de l'inflation du point de vue de la conduite de la politique monétaire. La mesure de l'inflation (ou du niveau des prix) que la banque centrale utilise pour définir sa cible importe-t-elle? Comment doit-on mesurer l'inflation tendancielle? Enfin, quelle est l'importance du biais que contient l'IPC?

Pour répondre à la première question, les auteurs envisagent trois mesures du niveau général des prix : l'IPC, l'indice implicite des prix du produit intérieur brut (PIB) et les coûts unitaires de main-d'oeuvre. Ils constatent que les taux d'augmentation de ces trois mesures affichent un comportement relativement similaire en ce sens que les écarts observés entre eux sont relativement passagers. Par conséquent, l'une ou l'autre de ces mesures de l'inflation pourrait sans doute servir indifféremment de guide à moyen terme à une banque centrale ayant adopté une cible à l'égard de l'inflation. Si, par contre, la cible visée par les autorités est définie par rapport au niveau des prix, le choix de l'indice pourrait revêtir plus d'importance.

Selon certains des résultats obtenus par les auteurs, les niveaux de ces indices de prix afficheraient une tendance commune à long terme, mais les écarts entre eux seraient suffisamment persistants pour influencer sur la cible à moyen terme.

À court terme, l'inflation mesurée est influencée par les variations des prix relatifs. Étant donné les décalages avec lesquels les taux d'intérêt agissent sur les prix, la politique monétaire ne peut toutefois compenser les répercussions à court terme de ces variations des prix relatifs sur l'IPC — elle ne peut que maîtriser l'inflation tendancielle. Les autorités doivent donc s'efforcer de voir au delà des effets à court terme des variations des prix relatifs, et les mesures de l'inflation tendancielle peuvent les aider à y parvenir. En pratique, la Banque du Canada utilise l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects pour mesurer l'inflation tendancielle, et cette mesure lui sert de cible opérationnelle à court terme. Crawford, Fillion et Lafèche examinent plusieurs mesures possibles de l'inflation tendancielle qui sont fondées sur les propriétés statistiques des composantes de l'IPC. Leurs nouvelles mesures excluent les composantes de l'IPC dont les prix sont les plus volatils ou leur accordent une pondération moindre. Les auteurs constatent que ces mesures se comportent tout à fait comme l'IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects, ce qui donne à penser que l'indice retenu par la Banque est adéquat. Parallèlement, ils concluent que quelques-unes de leurs mesures statistiques présentent certains avantages par rapport à cet indice et méritent donc que l'on s'y attarde dans le cadre du suivi continu de l'inflation.

La question du biais que renferme l'IPC avait déjà été étudiée par Allan Crawford (Crawford, 1993), mais elle a suscité depuis beaucoup d'intérêt, en particulier aux États-Unis. C'est pourquoi les auteurs actualisent les travaux effectués antérieurement par Crawford dans le cas du Canada. Ils concluent que le biais moyen de l'IPC est d'environ 0,5 % par an et qu'on peut situer raisonnablement à 0,7 % la limite supérieure du biais estimé. Ce chiffre est légèrement supérieur à l'estimation obtenue précédemment par Crawford (1993), du fait surtout que la nouvelle étude tient compte du biais associé au lancement de nouvelles marques de biens et de services existants. Il reste que la nouvelle estimation calculée dans le cas du Canada représente à peu près la moitié du biais estimé récemment pour les États-Unis. Ainsi que l'expliquent les auteurs, la faiblesse relative du biais estimé pour le Canada est due à plusieurs facteurs, dont les révisions plus fréquentes du panier de l'IPC canadien par rapport à l'IPC américain, le biais supérieur lié à la formule d'agrégation des prix appliquée aux États-Unis et l'existence d'un système public de soins de santé au Canada, qui fait que les prix d'un grand nombre de services de santé, lesquels donnent lieu à d'importants biais de qualité, ne sont pas inclus dans l'IPC canadien.

Le lien entre l'inflation et la croissance Acrobat PDF (118k)

Steve Ambler (Université du Québec à Montréal) et Emanuela Cardia (Université de Montréal)

Un nombre croissant d'études empiriques ont été consacrées ces dernières années à la relation entre l'inflation et la croissance économique à long terme. Malgré toutes ces recherches, on ne dispose toujours pas d'estimations fiables des effets de l'inflation sur la croissance. La plupart des auteurs constatent l'existence d'une relation négative, mais les estimations varient beaucoup, et il arrive souvent que la relation ne soit pas statistiquement significative.

Cela étant posé, Ambler et Cardia se penchent sur deux questions. Pourquoi la relation entre l'inflation et la croissance est-elle si difficile à cerner? Et dans quelle mesure la relation négative estimée entre l'inflation et la croissance traduit-elle un rapport structurel qui pourrait être exploité dans le contexte d'une politique axée sur le maintien d'un faible taux d'inflation?

Les auteurs délaissent la littérature empirique pour aborder ces questions dans le cadre théorique d'un modèle d'équilibre général. Leur modèle se caractérise par une relation structurelle négative entre l'inflation et la croissance, en ce sens qu'une hausse de l'inflation a pour effet de réduire la croissance. Toutefois, comme le soulignent les auteurs, l'estimation de cette relation structurelle à l'aide des données générées par le modèle est compliquée par le fait qu'un certain nombre d'autres facteurs influent à la fois sur l'inflation et la croissance. Si l'on ne tient pas compte de façon adéquate de l'incidence de ces facteurs, les estimations de la relation inflation-croissance laisseront à désirer. Peut-être tient-on là l'explication du large éventail des

estimations proposées dans les études empiriques portant sur cette relation. Les facteurs qui influent à la fois sur l'inflation et la croissance et que les auteurs prennent en compte diffèrent d'une étude à l'autre, ce qui peut avoir d'importantes répercussions sur les estimations empiriques.

Ambler et Cardia indiquent aussi que, lorsque la politique monétaire vise à réaliser un sentier déterminé d'expansion monétaire, les études empiriques ont tendance à surestimer la relation structurelle négative entre l'inflation et la croissance. Autrement dit, les auteurs soutiennent que, dans la mesure où les autorités monétaires prennent pour cible un agrégat monétaire, l'accélération de la croissance qu'entraîne une réduction de l'inflation sera moins marquée que ne l'indiquent les corrélations partielles généralement estimées dans la littérature. Pour résoudre ce problème, Ambler et Cardia suggèrent que les études empiriques futures tiennent davantage compte des facteurs qui influent à la fois sur l'inflation et la croissance; il faudra pour cela que les modèles empiriques soient dotés d'une assise théorique plus solide.

Les non-linéarités dans la relation entre la production et l'inflation Acrobat PDF (380k)

Chantal Dupasquier et Nicholas Ricketts (Banque du Canada)

Alors qu'Ambler et Cardia se concentrent sur la relation à long terme entre l'inflation et l'activité économique, Dupasquier et Ricketts s'intéressent à la relation à court terme entre ces deux variables. Celle-ci va de la production à l'inflation, une intensification de l'activité économique ayant tendance à faire monter l'inflation lorsque la dépense globale dépasse le niveau de production que l'économie peut soutenir de façon durable. Cette relation positive à court terme, baptisée « courbe de Phillips », est au coeur de la mise en oeuvre de la politique monétaire, puisque cette dernière agit sur l'inflation par l'entremise des effets exercés sur la demande globale par les taux d'intérêt et le taux de change.

Dupasquier et Ricketts étudient la forme de la relation à court terme entre la production et l'inflation. Pour diverses raisons, on postule souvent que les courbes de Phillips empiriques sont linéaires; or, les études théoriques indiquent l'existence de plusieurs sources possibles de non-linéarité. Selon une première hypothèse, qui fait intervenir les contraintes de capacité, l'inflation pourrait être plus sensible à une hausse de la demande globale quand cette dernière est déjà forte. Il se pourrait aussi que l'inflation réagisse moins à l'écart entre la demande et l'offre globales lorsqu'elle se situe à de bas niveaux ou est plus stable.

Pour essayer d'y voir plus clair, les auteurs estiment, aussi bien pour le Canada que pour les États-Unis, des courbes de Phillips qui comportent des non-linéarités, du genre notamment de celles décrites ci-dessus. Ils n'aboutissent pas à des conclusions fermes au sujet de la forme de la courbe de Phillips à court terme. Néanmoins, certains de leurs résultats sont favorables à l'hypothèse relative aux contraintes de capacité et donnent aussi à penser que l'inflation pourrait être moins sensible à la demande globale quand elle est plus faible ou plus stable. Les auteurs en concluent que les autorités monétaires devraient à tout le moins tenir compte de l'incertitude qui entoure la forme de la courbe de Phillips et essayer de voir, au fur et à mesure que la période actuelle de faible inflation se poursuivra, si cette relation n'est pas en train de se modifier.

La détection de la rigidité à la baisse des salaires nominaux Acrobat PDF (220k)

Allan Crawford (Banque du Canada) et Alan Harrison (Université McMaster)

Dans cette étude, les auteurs tentent de vérifier si, comme le prétendent certains, une légère inflation est souhaitable parce qu'elle facilite l'ajustement des salaires réels face aux chocs et, par conséquent, contribue à une affectation efficace de la main-d'oeuvre. Si les travailleurs évaluent leur salaire en fonction de son pouvoir d'achat réel, ils ne feront aucune distinction entre une réduction des salaires nominaux de 5 % survenant quand l'inflation est nulle et un gel des salaires nominaux imposé lorsque l'inflation se situe à 5 %. Si, par contre, pour une raison quelconque, les travailleurs trouvent le premier scénario moins acceptable que le second, il se peut qu'un faible taux d'inflation accentue la rigidité à la baisse des salaires réels. Cela risque d'accroître le niveau d'équilibre du chômage en période de faible inflation puisque, si les entreprises qui sentent le besoin de réduire leurs coûts de main-d'oeuvre ne peuvent abaisser les salaires réels, elles pourront notamment y parvenir en diminuant le nombre de leurs employés.

Crawford et Harrison cherchent à déterminer si la rigidité à la baisse des salaires nominaux est plus forte quand l'inflation est faible. Ils examinent d'abord les données relatives aux conventions collectives et constatent que les gels salariaux sont plus fréquents quand l'inflation est basse que lorsqu'elle est élevée; ils notent cependant que ce phénomène est beaucoup moins marqué dans le secteur privé que dans le secteur public. La véritable question consiste toutefois à établir non pas combien de gels salariaux ont été observés à de faibles taux d'inflation, mais la proportion de ces gels imputable à la rigidité à la baisse des salaires nominaux. Crawford et Harrison se penchent sur cette question plus difficile, dans le cas des accords salariaux conclus avec les travailleurs syndiqués du secteur privé, pour conclure que cette proportion représente au maximum 10 à 15 % des conventions signées dans ce secteur.

Les auteurs examinent ensuite d'autres sources de données pour essayer d'évaluer la flexibilité des salaires nominaux dans le secteur non syndiqué et de déterminer la mesure dans laquelle la rémunération totale peut être modifiée sans que le salaire de base ne soit touché. Chacune des sources de données étudiées par les auteurs n'offre qu'une image partielle de la réalité; conjuguées toutefois, elles portent à croire que les données relatives aux conventions collectives sous-estiment la flexibilité générale des coûts salariaux dans le secteur privé. Les auteurs relèvent en particulier que les gels salariaux sont moins fréquents dans le secteur non syndiqué et les réductions de salaires plus répandues, et que les formes de rémunération variable (comme les primes) contribuent de manière appréciable à la flexibilité globale de la structure salariale des entreprises, quelle que soit leur taille. Par conséquent, même si l'on peut déceler une certaine rigidité à la baisse de la rémunération de base, en particulier dans le secteur syndiqué, il est bien plus difficile d'établir si la rigidité à la baisse de la rémunération totale, en termes nominaux, dans l'ensemble du marché du travail est suffisamment marquée pour avoir des conséquences importantes sur le plan macroéconomique.

Table ronde : L'expérience acquise par divers pays dans l'application de cibles en matière d'inflation

Murray Sherwin (Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande) Acrobat PDF (65k)

William A. Allen (Banque d'Angleterre) PDF (16 kb)

Lars Heikensten (Banque de Suède) Acrobat PDF (154 kb)

Comme le décrit Robert Lafrance dans une note documentaire (publiée dans les présents actes [Acrobat PDF \(64k\)](#)), la Nouvelle-Zélande s'est fixé une cible à l'égard de l'inflation en février 1990, le Royaume-Uni a annoncé l'adoption d'une cible en la matière en octobre 1992 et la Banque de Suède a commencé à axer sa politique monétaire sur la réalisation d'un taux d'inflation cible en janvier 1993. La table ronde se composait de trois représentants des banques centrales de ces pays, venus faire part de l'expérience acquise dans l'application de cibles en matière d'inflation et décrire en particulier les avantages qu'elles présentent et les défis qu'il a fallu relever.

Murray Sherwin a d'abord souligné que l'adoption d'une cible explicite à l'égard de l'inflation ne constituait qu'un élément parmi d'autres dans le cadre de politique monétaire de la Nouvelle-Zélande. La cible s'inscrit dans un train de mesures comprenant également des dispositions destinées à assurer l'autonomie de la Banque de réserve sur le plan opérationnel, un mécanisme obligeant cette dernière à rendre compte de son action — en ce qui concerne, plus précisément, le maintien de l'inflation dans la fourchette cible — et une stratégie visant à bien faire comprendre, tant aux marchés financiers qu'au grand public, les objectifs et les mesures de politique monétaire. Selon Sherwin, ce train de mesures s'est révélé efficace à plusieurs égards. En braquant les projecteurs sur la tenue de l'inflation, il a forcé les autorités monétaires à se concentrer sur les décisions difficiles à prendre. Pour la classe politique, le caractère explicite et transparent des arrangements qui régissent la politique monétaire a aidé à axer le débat sur les objectifs à moyen et long terme de cette politique, tout en laissant la Banque de réserve libre de conduire au jour le jour la politique monétaire. Pour ce qui est des marchés financiers et du grand public, le nouveau cadre mis en place a contribué de manière cruciale à ancrer les anticipations de faible inflation. Une cible clairement établie, combinée à la transparence et à la fréquence des rapports publiés par la Banque de réserve sur la politique

monétaire, a également permis aux marchés financiers de mieux prévoir les changements d'orientation de la politique monétaire et a ainsi réduit l'élément de surprise.

William Allen a souligné en introduction que, même si certains résultats laissent croire que les taux de change sont plus stables quand l'inflation est faible, le cours de la livre sterling a accusé des variations considérables depuis le début des années 90. Il a fait porter l'essentiel de ses remarques sur le défi que cela a représenté pour les autorités monétaires au Royaume-Uni, après l'adoption de cibles en matière d'inflation. Dans une économie ouverte, les effets réels de la politique monétaire se transmettent par le double canal des taux d'intérêt et du taux de change. De leur côté, les taux d'intérêt et le taux de change subissent l'influence de facteurs autres que la politique monétaire, qui trouvent souvent leur source à l'étranger. Les taux de change, en particulier, peuvent fluctuer de manière brutale sous l'effet de facteurs internationaux, ce qui a pour résultat de modifier les conditions monétaires intérieures. La difficulté tient au fait que la réaction des autorités dépend des causes de la variation du taux de change; or, il est souvent difficile de discerner les raisons fondamentales d'une fluctuation sur le marché des changes. La banque centrale doit donc faire de son mieux pour déterminer les causes des variations du taux de change, tout en étant consciente que ses conclusions sont entachées d'incertitude.

Lars Heikensten, de la Banque de Suède, a lui aussi souligné que les turbulences du marché des changes avaient constitué sur le plan pratique un problème de taille pour les autorités suédoises. Il a ensuite évoqué le lien entre la stabilisation de la production et les cibles en matière d'inflation. Il a fait valoir que, même si la politique monétaire s'articule autour d'une cible à l'égard de l'inflation, cela ne veut pas dire que la banque centrale ne se préoccupe que de l'inflation; en pratique, elle s'intéresse aussi à la variabilité de la production et de l'emploi. D'après Heikensten, elle tient compte de ce facteur au moment de ramener l'inflation à son niveau cible à la suite d'un choc. Si la banque centrale ne se souciait que de l'inflation, elle essaierait de ramener l'inflation au niveau cible très rapidement, ce qui nécessiterait de fortes variations des taux d'intérêt à court terme. Or, en pratique, elle ne s'efforce pas de le faire aussi vite qu'elle le peut. Cette approche gradualiste traduit la volonté de la banque centrale d'éviter des variations importantes et soudaines des taux d'intérêt et de réduire le plus possible les fluctuations de la production.

Les coûts et les avantages de la stabilité des prix Acrobat PDF (165k)

Richard Black, Don Coletti, et Sophie Monnier (Banque du Canada)

Les auteurs de l'étude passent en revue les avantages d'une faible inflation recensés dans la littérature et présentent de nouveaux résultats sur les conséquences macroéconomiques de divers coûts liés à la réduction de l'inflation. La littérature consacrée aux avantages d'une faible inflation décrit un certain nombre de façons dont l'inflation pourrait diminuer le niveau de vie. L'inflation impose des coûts inutiles aux détenteurs de liquidités, elle entraîne des distorsions des taux effectifs d'imposition et crée une confusion qui empêche de distinguer les variations des prix relatifs et les fluctuations du niveau général des prix. L'inflation accroît également l'incertitude entourant l'évolution future des prix, car elle est généralement plus variable quand son taux est élevé que lorsqu'il est faible. Les auteurs passent en revue les résultats obtenus pour divers pays concernant les coûts de l'inflation. Ils constatent ainsi que les estimations du coût lié à la détention d'encaisses sont faibles et que les distorsions dues à l'interaction de l'inflation et du régime fiscal sont beaucoup plus importantes. L'ampleur des autres coûts possibles est généralement évaluée de manière indirecte, par estimation de la relation entre l'inflation et la croissance; les résultats obtenus à ce chapitre sont extrêmement variables, de sorte qu'il est difficile d'en tirer des conclusions définitives.

Les auteurs comparent ensuite les coûts de l'inflation ou, ce qui revient un peu au même, les avantages d'une faible inflation au coût de la réduction de l'inflation. Pour évaluer ce coût, on estime généralement la production à laquelle il faut renoncer à court terme afin de ramener l'inflation au taux souhaité, dans l'hypothèse où l'inflation dépasse au départ ce taux. Les auteurs calculent ce coût au moyen de la valeur actuelle de la consommation sacrifiée, en vue de pouvoir le comparer valablement aux avantages estimés d'une baisse de l'inflation. Ils concluent que les avantages procurés à la fois par une réduction du coût de

détention des encaisses et par l'élimination des distorsions que l'inflation entraîne sur le plan fiscal sont supérieurs au coût de la réduction de l'inflation.

Les auteurs procèdent ensuite à une nouvelle comparaison des coûts et des avantages à la lumière de plusieurs thèses voulant que la réalisation et le maintien d'une faible inflation s'accompagnent de coûts permanents. Ainsi, il est possible que certains des effets de la désinflation sur la production aient un caractère permanent (hypothèse d'hystérèse); il se peut aussi qu'une faible inflation limite la capacité des autorités monétaires de stimuler l'économie parce que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent devenir négatifs (effet Summers). Sur le premier point, les auteurs sont d'avis que les effets d'hystérèse éventuels ne peuvent être importants, car ils se sont révélés très difficiles à détecter sur le plan empirique. En utilisant un éventail d'estimations de l'effet d'hystérèse, ils concluent que la prise en considération de cet effet n'invalide pas leur conclusion antérieure au sujet des coûts et des avantages d'une faible inflation, encore que, si l'on retient une estimation généreuse du degré d'hystérèse, cela diminue sensiblement les avantages nets d'une réduction de l'inflation. En ce qui concerne l'effet Summers, les auteurs se servent du principal modèle de l'économie canadienne utilisé par la Banque (le Modèle trimestriel de prévision) pour estimer le nombre de fois où le taux d'intérêt nominal descend à zéro pour différents taux d'inflation. Ils concluent que les coûts liés à l'effet Summers sont très faibles, même lorsque le taux d'inflation cible est de zéro, et qu'ils ne remettent pas en question les résultats de leur analyse coûts-avantages.

La crédibilité de la politique monétaire : analyse des résultats d'enquêtes menées sur l'inflation attendue dans divers pays Acrobat PDF (160k)

David Johnson (Université Wilfrid Laurier)

Une politique monétaire crédible est meilleure pour l'économie, car elle favorise une compréhension commune de la réaction des autorités monétaires aux chocs inévitables, ce qui réduit le risque de méprise et facilite les ajustements nécessaires de l'économie. La crédibilité pose un problème de mesure sur le plan pratique parce que, malgré l'importance qu'elle revêt, elle n'est pas directement observable.

Dans son étude, Johnson s'efforce de mesurer la crédibilité d'une faible inflation. Il se sert, pour mesurer les attentes relatives à l'inflation, de données d'enquêtes sur les projections faites en matière d'inflation par des prévisionnistes de métier. Les données portent sur 18 pays, dont le Canada, et vont de 1984 à 1995. Johnson emploie deux mesures de la crédibilité. Dans le cas des pays ayant adopté une cible explicite à l'égard de l'inflation, il évalue les prévisions d'inflation par rapport au point médian de la fourchette cible. Plus le niveau prévu est voisin du point médian, en moyenne, plus la politique monétaire est crédible. Pour la période antérieure à l'adoption de cibles et dans le cas des pays qui n'en ont pas adopté, la crédibilité est mesurée par l'erreur de prévision moyenne – le raisonnement étant qu'une politique monétaire plus crédible réduit les imprévus.

Johnson tire plusieurs conclusions de son analyse empirique. En premier lieu, il est d'avis que les résultats permettent de mieux comprendre pourquoi certains pays ont décidé d'adopter une cible explicite en matière d'inflation et d'autres non. Il constate en particulier que les pays ayant établi des cibles occupent six des sept premiers rangs du classement pour l'importance de l'erreur de prévision moyenne; il y voit la preuve que ce sont les pays où la politique monétaire était peu crédible qui ont adopté des cibles. En deuxième lieu, Johnson conclut que, parmi les pays s'étant fixé de telles cibles, ce sont le Canada et la Nouvelle-Zélande qui ont les cibles les plus crédibles. En troisième lieu, il fait remarquer que la taille moyenne des erreurs de prévision dans les pays s'étant dotés de cibles a diminué après l'adoption de ces dernières, ce qui laisse croire que leur adoption a peut-être réussi à rendre la politique monétaire plus crédible. Parallèlement, Johnson observe que la diminution de l'inflation survenue depuis le début des années 90 dans les pays n'ayant pas défini de cibles à l'égard de l'inflation a donné lieu à une baisse de la taille moyenne des erreurs de prévision dans les économies en question. Il en déduit que, si la crédibilité de la politique monétaire s'est améliorée avec le passage à un climat de faible inflation, il est difficile de conclure de manière certaine que l'établissement de cibles explicites en matière d'inflation a réellement contribué à cette amélioration.

Des règles de politique monétaire permettant d'assurer la stabilité des prix Acrobat PDF (358k)
Richard Black et Tiff Macklem (Bank of Canada), et David Rose (QED Solutions)

Une cible en matière d'inflation décrit l'objectif de la politique monétaire, mais non les moyens à mettre en oeuvre pour l'atteindre. En pratique, il se produit toujours des événements imprévus — des chocs — qui amènent l'inflation à s'écarter de la cible et obligent la banque centrale à modifier les conditions monétaires pour ramener l'inflation au niveau visé. Dans leur étude, Black, Macklem et Rose envisagent la possibilité de réagir aux chocs en fonction de règles relativement simples que les autorités monétaires pourraient faire connaître dans le cadre d'une politique de stabilité des prix. Ils sont ainsi amenés à se pencher sur un certain nombre de questions liées, notamment la vitesse à laquelle la banque centrale devrait ramener l'inflation au niveau cible, l'amplitude de la fourchette cible et l'efficacité relative des divers types de règles.

Pour étudier ces questions, les auteurs soumettent un modèle de l'économie canadienne à des chocs aléatoires conçus de manière à représenter assez fidèlement les chocs qui ont secoué cette économie au cours des trente dernières années. Les auteurs commencent par envisager des règles qui obligent la banque centrale à modifier les taux d'intérêt à court terme en réaction aux écarts attendus (c'est-à-dire prévus) de l'inflation par rapport à la cible. Ainsi, lorsqu'une inflation supérieure au niveau visé serait prévue, la banque centrale relèverait les taux d'intérêt. Selon les résultats obtenus par les auteurs, la maîtrise de l'inflation oblige la banque centrale à hausser les taux d'intérêt pour freiner la dépense lorsque la demande globale est supérieure à l'offre, et à réduire les taux d'intérêt pour stimuler la dépense dans le cas inverse. L'adoption d'une cible en matière d'inflation exerce donc un effet de stabilisation automatique sur le cycle économique, tout en permettant de maîtriser l'inflation. La banque centrale est cependant confrontée à un choix lorsqu'il lui faut déterminer la vitesse à laquelle elle va ramener l'inflation au niveau cible. Si elle essaie de la ramener très rapidement au niveau visé, elle déstabilisera la production; l'amélioration de la maîtrise de l'inflation est donc obtenue au prix d'une variabilité supérieure de la production. D'après les auteurs, les règles qui permettent de résorber la majeure partie de l'écart entre l'inflation et le niveau visé en l'espace d'environ deux ans parviennent assez bien à stabiliser la production tout en assurant une maîtrise convenable de l'inflation. Ils croient que, si l'on utilisait ce genre de règle, l'inflation se situerait dans une fourchette de plus ou moins 1 point de pourcentage autour de la cible environ les deux tiers du temps.

Les auteurs comparent ensuite les règles prenant pour cible le niveau des prix à celles axées sur la réalisation d'un taux d'inflation déterminé. Ils constatent que, à condition que la cible définie par rapport au niveau des prix soit crédible et que les attentes du secteur privé en matière d'inflation s'ajustent en conséquence, l'économie fonctionne mieux quand la cible est formulée en fonction du niveau des prix que si les autorités visent un taux d'inflation, puisque la variabilité de l'inflation et celle de la production se trouvent alors toutes deux réduites. Les auteurs soulignent que leurs résultats n'ont qu'une valeur indicative, mais ils concluent, à la lumière de ceux-ci, que les recherches futures devraient être axées davantage sur le rôle que pourrait jouer une cible exprimée en fonction du niveau des prix dans une politique générale de stabilité des prix.

Séance de clôture

W. Paul Jenkins (Banque du Canada) Acrobat PDF (35k)

Norman Cameron (Université du Manitoba) Acrobat PDF (34k)

William Scarth (Université McMaster) Acrobat PDF (28k)

Jenkins a d'abord remarqué que les études présentées au colloque avaient fait sensiblement progresser nos connaissances dans un certain nombre de domaines et qu'elles seraient d'un précieux concours au moment de définir la cible applicable après 1998 en matière d'inflation. Il a déclaré en particulier que l'on était maintenant bien mieux renseigné sur la taille du biais propre à l'IPC, l'importance pratique de l'effet Summers et de la rigidité à la baisse des salaires nominaux, la mesure de la crédibilité et les conséquences découlant de l'emploi de différentes définitions de la stabilité des prix. Il a également souligné plusieurs questions qui méritent des recherches plus approfondies. Pour ce qui est de la rigidité à la baisse des salaires nominaux, il a indiqué que les résultats de Crawford et Harrison révélaient une nette diminution de

la dispersion des variations salariales dans l'ensemble des accords conclus avec des travailleurs syndiqués parallèlement à la baisse de l'inflation dans les années 90; il s'est dit d'avis que cela était compatible avec la thèse selon laquelle une faible inflation permet de mieux distinguer les variations des salaires relatifs et l'évolution du niveau moyen des rémunérations. En ce qui concerne l'analyse des coûts et des avantages d'une réduction de l'inflation, il a fait observer que les économistes avaient assez bien réussi à mesurer les distorsions dues à l'interaction entre l'inflation et le régime fiscal, mais qu'il reste toujours à évaluer les effets d'une réduction de l'incertitude entourant l'inflation. Enfin, au sujet des cibles formulées en fonction du niveau des prix, il a ajouté que les études présentées avaient fait progresser le débat en remettant en question l'idée reçue voulant qu'une cible de ce genre se traduise par une plus grande variabilité de la production. Il a en même temps formulé une mise en garde : nous devons mieux comprendre la façon dont les anticipations seraient formées si le niveau des prix était pris pour cible ainsi que le processus d'ajustement de l'économie durant la période de transition vers une cible de ce type.

Cameron a fait porter ses commentaires sur la façon dont la banque centrale doit réagir aux chocs. Il s'est demandé notamment si la banque centrale devrait essayer, après un choc, de ramener le taux d'inflation ou le niveau des prix à une cible établie explicitement. Il croit qu'une cible définie à l'égard de l'inflation est préférable. Selon lui, une cible fondée sur le niveau des prix ne serait pas crédible parce qu'il serait difficile de justifier pourquoi, une fois que l'inflation aurait dépassé sa moyenne à long terme, elle devrait être ramenée au-dessous de celle-ci pendant le temps nécessaire pour que les prix redescendent au niveau pris pour cible. Cameron estime également que, depuis le colloque organisé en 1993 par la Banque, la thèse militant en faveur d'une légère inflation s'est quelque peu renforcée. Selon lui, il s'est révélé difficile de trouver des arguments valables en faveur d'une cible vraiment faible — une inflation de 1 à 2 % — plutôt que modérément faible — 3 %. De plus, même si les résultats de Crawford et Harrison n'indiquent pas qu'un faible taux d'inflation fait sérieusement obstacle à l'ajustement des salaires réels, Cameron croit que la rigidité à la baisse des salaires nominaux demeure un risque et que des recherches plus approfondies s'imposent à ce sujet. En conclusion, il a indiqué que la banque centrale devrait accorder plus d'importance aux prévisions de l'inflation émanant du secteur privé lorsqu'elle doit décider comment réagir à un choc. Si les prévisionnistes du secteur privé s'attendent à ce que l'inflation dépasse le niveau pris pour cible, la banque centrale devrait resserrer les conditions monétaires; s'ils prévoient un taux d'inflation inférieur au niveau visé, elle devrait à l'inverse les assouplir.

Enfin, Scarth a abordé trois questions dans ses commentaires : le choix entre des cibles exprimées en fonction de l'inflation ou du niveau des prix, la réaction des autorités monétaires aux variations du taux de change et le taux d'inflation optimal. En ce qui concerne le premier point, il s'est servi d'un petit modèle pour examiner l'arbitrage auquel les autorités font face lorsqu'elles doivent décider du type de cible à adopter. D'après Scarth, une cible formulée en fonction du niveau des prix permettrait d'abrèger les périodes de ralentissement économique, mais au prix d'un recul initial plus prononcé. Selon les études présentées au colloque, la perte cumulative de production est moins marquée lorsqu'on vise le niveau des prix, mais Scarth ajoute que la gravité des récessions doit aussi être prise en considération lorsqu'il faut choisir entre les deux régimes. Pour ce qui est du taux de change, Scarth a souligné que, comme la réaction appropriée à une variation du taux de change dépend de l'interprétation du choc, chaque modification du taux de change pose un défi aux autorités sur le plan de la communication. Si la banque centrale veut être plus transparente, elle doit mieux expliquer son interprétation des variations du taux de change et, en particulier, les conséquences de ces variations sur l'orientation souhaitée de la politique monétaire. Au sujet, enfin, du taux d'inflation optimal, Scarth a félicité Black, Coletti et Monnier d'avoir pris au sérieux certains des arguments avancés contre une politique de faible inflation et d'avoir essayé de les intégrer à une analyse globale des coûts et des avantages d'une réduction de l'inflation. Il a également invité les chercheurs à poursuivre leurs travaux dans ce domaine afin d'étudier les conséquences macroéconomiques de la rigidité à la baisse des salaires nominaux.