

## Actes du colloque de 1997

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

*Actes d'un colloque tenu en mai 1997*

---

#### **Quatrième Séance — Table Ronde**

##### **Discussion générale**

###### **Rédigé par John Kuszczak et Dinah Maclean**

En réponse aux exposés des autres participants à la table ronde, Allen fait observer que l'adoption de cibles en matière d'inflation exige un minimum de crédibilité, puisqu'un laps de temps non négligeable s'écoule entre l'annonce de la cible fixée et l'obtention du taux d'inflation visé. C'est pourquoi il aurait été impossible d'instaurer de telles cibles au milieu des années 70, période caractérisée par une hausse rapide des prix, car la crédibilité des politiques monétaires n'était pas suffisante à l'époque.

Sherwin souligne qu'en Nouvelle-Zélande, tout comme en Suède, les variations du taux de change ont causé des problèmes sur le plan de la composition des conditions monétaires. Plus précisément, le taux de change s'est considérablement apprécié au cours des dernières années; or, compte tenu des résultats comparatifs du secteur des biens exportables et des autres secteurs de l'économie, un taux de change plus faible et des taux d'intérêt plus élevés seraient préférables. Sherwin ajoute que, à l'occasion, un écart important a été observé entre l'inflation mesurée par l'IPC et l'inflation fondamentale, mais que les accords salariaux et les autres indicateurs des attentes relatives à l'inflation paraissaient suivre le taux fondamental d'inflation. L'incorporation des taux d'intérêt hypothécaires à l'IPC constitue un problème aux yeux de tous les membres de la table ronde.

Charles Freedman rappelle que, comme l'a indiqué Sherwin, il est difficile de distinguer l'effet précis produit par l'adoption de cibles et l'incidence des autres mesures prises par les pouvoirs publics. À cet égard, il fait remarquer qu'à un colloque portant sur l'application de cibles à l'égard de l'inflation, tenu en mars 1995 sous l'égide de la Banque d'Angleterre (voir Haldane, 1995), certaines similitudes étaient clairement ressorties entre les pays ayant établi des cibles. Tous ces pays avaient connu auparavant une forte hausse des prix, ils avaient tous été obligés de laisser flotter leur monnaie et tous avaient constaté que les agrégats monétaires n'étaient pas suffisamment stables pour servir de cibles. Ces pays semblaient aussi être généralement satisfaits des résultats obtenus par suite de l'adoption de cibles en matière d'inflation, et notamment de l'évolution des anticipations, et convaincus que leur adoption aidait à mieux faire comprendre la politique monétaire. Freedman ajoute qu'il considère les cibles comme une condition nécessaire, mais non suffisante, pour que les taux d'intérêt tombent à de bas niveaux. Au Canada, par exemple, il fallait aussi mener une politique budgétaire appropriée.

Freedman répond également à l'affirmation d'Allen selon laquelle la Banque d'Angleterre préfère ne pas accorder trop d'importance à un indice des conditions monétaires. Il souligne qu'il importe d'établir la distinction entre le niveau visé et le niveau effectif de l'indice des conditions monétaires (ICM) et fait observer que la Banque du Canada interprète les variations du taux de change selon leur incidence sur le niveau souhaité de l'ICM. Par exemple, une baisse du dollar ne modifierait pas les conditions monétaires souhaitées si elle était due à un changement de l'appréciation du risque politique ou budgétaire par les marchés. Elle aurait alors un effet expansionniste et obligerait à relever les taux d'intérêt. Si, par contre, la variation du taux de change était due à d'autres facteurs, par exemple un choc de demande intérieure ou une modification des termes de l'échange, les conditions monétaires souhaitées devraient être modifiées. Freedman convient que la composition des conditions monétaires n'est pas toujours idéale et qu'elle peut être influencée par divers facteurs, dont la politique budgétaire. Allen est d'accord avec Freedman au sujet de la nécessité d'interpréter les variations du taux de change, mais il craint qu'on en vienne à adopter un schème de pensée dans lequel l'évolution du taux de change serait considérée comme exogène. Sherwin mentionne que la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande a commencé à utiliser l'ICM de façon plus

officielle à la fin de 1996 et qu'elle trouve cet indice utile. Heikensten et Sherwin préviennent toutefois qu'il est facile de faire mauvais usage de l'ICM et mettent en garde contre la tentation d'adopter une démarche simpliste.

Glenn Rudebusch demande aux membres de la table ronde si, à leur avis, l'adoption de cibles ne constitue qu'un changement d'ordre opérationnel ou s'il s'agit aussi d'un changement de l'objectif de la politique monétaire. Allen réplique qu'il ne voit pas de distinction entre les deux. Les autorités ont établi des cibles à l'égard de l'inflation parce qu'elles considéraient que c'était le meilleur moyen de parvenir à la stabilité des prix. Heikensten ajoute que l'adoption de cibles constitue un changement d'objectifs et de méthodes.

Juha Tarkka, de la Banque de Finlande, décrit en quelques mots l'expérience vécue dans son pays. La Finlande a adopté une cible en matière d'inflation au début de février 1993. Cette cible est exprimée sous forme ponctuelle - une inflation de 2 % à partir de 1995 - plutôt qu'au moyen d'une fourchette, et l'inflation est mesurée par l'IPC hors frais d'intérêt et impôts indirects. Il signale qu'au départ, les cibles avaient été adoptées en réaction à une situation de crise, après une dépréciation importante et prolongée du markka. Les cibles sont maintenant considérées comme une partie intégrante du mécanisme de coordination nécessaire pour se conformer aux critères de l'Union économique et monétaire. Tarkka estime, rétrospectivement, qu'on aurait pu réfléchir davantage à la mesure de l'inflation fondamentale et que la banque centrale aurait pu faire preuve d'une plus grande transparence et publier ses propres prévisions de l'inflation.

Daniel Sichel demande pourquoi les trois banques centrales ont pris l'IPC pour indice de base et quelle analyse y a été faite des erreurs de mesure qui l'entachent. Sherwin comme Heikensten font remarquer que, même si leurs mesures de l'IPC renferment probablement des erreurs, ces dernières sont à leur avis généralement faibles et ne méritent pas qu'on s'y attarde. Allen et Heikensten soulignent que la nécessité d'utiliser un indice des prix qui soit largement connu a été le facteur déterminant. Allen ajoute que la Banque d'Angleterre exclut les frais d'intérêt hypothécaire de l'IPC, et Heikensten mentionne que la Suède pourrait envisager d'exclure à l'avenir certains postes de la mesure de l'inflation fondamentale.

David Johnson demande pourquoi les participants à la table ronde ont insisté sur la nécessité d'une politique budgétaire appropriée. Allen lui répond qu'une politique budgétaire non viable à terme exerce des pressions en faveur d'une monétisation de la dette publique, ce qui a pour effet de miner la crédibilité de la politique monétaire. Heikensten et Sherwin mentionnent tous deux l'incidence que la politique budgétaire peut avoir sur la composition des conditions monétaires. Heikensten précise que les modifications perçues de la politique budgétaire peuvent exercer une influence notable sur les taux d'intérêt. Sherwin signale que le gouvernement de la Nouvelle-Zélande a maintenant un excédent budgétaire. Les réductions d'impôts et les hausses des dépenses survenues récemment s'inscrivent toujours dans le cadre d'une politique budgétaire prudente, mais elles contribuent à faire monter le taux de change.

Les trois participants à la table ronde sont unanimes à souligner l'importance d'une bonne communication des principes et du cadre d'analyse à la base de la politique monétaire et font observer que l'adoption de cibles en matière d'inflation s'est accompagnée d'une augmentation de la fréquence et de la transparence des communications avec le public. George Rich, de la Banque nationale suisse, demande si la nature des communications se rapportant à la politique monétaire ne devrait pas changer quand l'inflation est faible. Il désire plus précisément savoir s'il y a lieu de discuter davantage des différents chocs éventuels et de la façon dont les autorités monétaires devraient réagir à ceux-ci, c'est-à-dire de la forme que devrait revêtir la fonction de réaction de la banque centrale dans un contexte de faible inflation. Allen convient que la nature des communications a changé, puisque ces dernières visent davantage à expliquer la nécessité d'une stabilisation de l'inflation plutôt que d'une politique de désinflation. Sherwin fait remarquer que la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande rend publique sa fonction de réaction et que ses rapports périodiques décrivent les chocs qui se produisent et la manière dont la Banque se propose d'y réagir.

## **Bibliographie**

Haldane, A. G., (éd.) (1995).

Targeting Inflation, actes d'une conférence des banques centrales sur l'utilisation de cibles en matière d'inflation (organisée par la Banque d'Angleterre), Londres, Banque d'Angleterre.