

Résumé du colloque « Nouveaux horizons dans la formulation de la politique monétaire »

Robert Amano, Kevin Devereux et Rhys Mendes, département des Analyses de l'économie canadienne

Le colloque annuel de la Banque du Canada qui s'est tenu en novembre 2009 s'inscrivait dans un vaste programme de recherche lancé en 2006 en prévision du prochain renouvellement de l'entente relative à la maîtrise de l'inflation, en 2011. Bien que le régime actuel de ciblage de l'inflation ait bien servi les Canadiens, la saine gestion de l'intérêt public exige que l'on explore constamment des façons d'améliorer le cadre de conduite de la politique monétaire. La recherche était axée au départ sur deux questions fondamentales concernant la formulation de la politique monétaire : la poursuite d'une cible d'inflation inférieure au taux de 2 % visé aujourd'hui serait-elle meilleure pour l'économie, et quels seraient les inconvénients et les avantages de l'adoption d'une cible basée sur le niveau général des prix plutôt que sur l'inflation? Compte tenu du maintien récent des taux d'intérêt directs à proximité de zéro, il a été décidé d'étudier de plus près les implications, pour l'élaboration du cadre de la politique monétaire, de l'existence d'une borne inférieure qui empêche les taux d'intérêt nominaux de descendre sous zéro.

Bien que le régime actuel de ciblage de l'inflation ait bien servi les Canadiens, la saine gestion de l'intérêt public exige que l'on explore constamment des façons d'améliorer le cadre de conduite de la politique monétaire.

Le colloque a réuni des chercheurs réputés venant d'établissements universitaires et de banques centrales du monde entier afin qu'ils se penchent sur ces sujets.

S'inspirant des questions formulées initialement en 2006, le programme du colloque comportait des communications qui ont enrichi la réflexion sur les coûts et les avantages potentiels de la poursuite d'une cible de niveau des prix et sur la valeur optimale du taux d'inflation. D'autres conférenciers ont examiné les raisons pour lesquelles les taux d'intérêt peuvent tomber à zéro et l'efficacité de diverses stratégies en pareilles circonstances. Six communications ont été présentées lors de trois séances de travail et commentées tour à tour par deux intervenants. Deux conférences spéciales — un exposé donné par Lawrence Christiano à l'heure du déjeuner et la conférence commémorative John Kuszczak, prononcée par Mark Gertler — étaient également prévues au programme. Le colloque s'est terminé par un débat où les panélistes sont revenus sur les principaux thèmes et ont exprimé leur point de vue sur des sujets particuliers¹.

Première séance : La borne inférieure des taux d'intérêt nominaux

La crise financière qui s'est amorcée en 2007 a mis en relief l'importance de la borne inférieure qui empêche les taux d'intérêt nominaux de devenir négatifs. Dans bon nombre d'économies avancées, les banques centrales ont abaissé leur taux directeur à ce qui était réputé être sa valeur plancher, restreignant ainsi leur capacité d'accentuer la détente monétaire. Suivant

¹ On trouvera à la fin de l'article la liste des versions actualisées des communications effectuées. Certaines de celles qui n'ont pas fait l'objet d'une publication peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/document_colloque/colloque_econ09/document.html.

leur fréquence et leur gravité, les épisodes de ce genre peuvent avoir de lourdes incidences sur la formulation de la politique monétaire.

Les modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques les plus courants indiquent que la borne inférieure des taux d'intérêt nominaux ne constitue pas une contrainte significative pour la conduite d'une politique monétaire optimale. Toutefois, dans la communication intitulée *Risk-Premium Shocks and the Zero Bound on Nominal Interest Rates*, **Robert Amano** et **Malik Shukayev** (Banque du Canada) avancent que ces modèles quantitatifs ne font pas ressortir pleinement l'importance de la borne inférieure des taux, citant en exemple l'expérience de la récente crise pour appuyer leur affirmation. Les auteurs tentent d'expliquer cette contradiction par le fait que les modèles courants font abstraction des chocs touchant la prime de risque. Ces chocs ont pour effet de creuser l'écart entre le taux de rendement des actifs privés et le taux directeur. Ayant atteint une assez grande ampleur dans le passé, les chocs de prime de risque ont été particulièrement imposants lors de la dernière récession. Pour compenser l'effet de ces chocs, la banque centrale peut se voir obligée de modifier sensiblement le taux directeur; la borne inférieure des taux d'intérêt nominaux peut alors devenir une contrainte majeure. Les chocs plus usuels (p. ex., les chocs de productivité ou de dépenses publiques) ne sont pas de nature à amener les taux d'intérêt nominaux près de zéro. Fait intéressant, Amano et Shukayev notent que la poursuite d'une cible définie en fonction du niveau des prix pourrait aider à mieux absorber les chocs de prime de risque parce qu'elle se traduit par une moindre variabilité des taux d'intérêt et, donc, un plus petit nombre de périodes où le taux directeur tombera à zéro.

Le premier commentateur, **Henry Siu** (Université de la Colombie-Britannique), signale que dans la réalité, les chocs touchant la prime de risque semblent faire diminuer tant la consommation que l'investissement. Or, dans le modèle des auteurs, seul l'investissement baisse à la suite d'une hausse de la prime de risque, alors que la consommation augmente. Siu croit qu'il en est peut-être ainsi parce que les variations de la prime de risque sont corrélées avec d'autres chocs. Selon lui, on pourrait résoudre la difficulté en faisant de la prime de risque une variable endogène. Le second commentateur, **Steve Ambler** (Université du Québec à Montréal), convient qu'il serait utile d'endogénéiser la prime de risque. Il émet par ailleurs l'hypothèse que le principal résultat d'Amano et Shukayev pourrait découler de la façon dont la monnaie est introduite dans le modèle. Il souligne que, pour que la

borne inférieure des taux devienne contraignante dans le modèle, les encaisses monétaires doivent être très élevées, de sorte que l'élasticité de la demande de monnaie tend vers l'infini. Ambler est d'avis que l'analyse des périodes où le taux directeur est effectivement descendu à zéro ne confirme pas la validité de cette dernière prédiction du modèle.

Durant la dernière crise, plusieurs banques centrales ont donné des indications quant à la trajectoire qu'allait suivre leur taux directeur. En avril 2009 par exemple, la Banque du Canada a fait une déclaration conditionnelle dans laquelle elle indiquait durant combien de temps elle maintiendrait le taux directeur à sa valeur plancher². Bon nombre de travaux récents sur la manière de conduire la politique monétaire une fois touchée la borne inférieure des taux donnent à penser que la communication d'indices sur la politique monétaire à venir peut être un instrument très efficace pour assurer la stabilité macroéconomique en présence de chocs de demande négatifs (voir, par exemple, Eggertsson et Woodford, 2003). D'après ce courant de recherche, le recours à d'autres instruments de politique monétaire non traditionnels tels que l'assouplissement quantitatif ou l'assouplissement direct du crédit ne serait peut-être même pas nécessaire.

Dans une étude ayant pour titre *Limitations on the Effectiveness of Forward Guidance at the Zero Lower Bound*, **Andrew Levin**, **David López-Salido**, **Edward Nelson** et **Tack Yun** (Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis) se servent du modèle initial des nouveaux keynésiens pour évaluer dans quelle mesure l'efficacité de la communication d'indices sur l'orientation future du taux directeur dépend de l'ampleur et de la persistance des chocs touchant le taux d'intérêt naturel et de l'élasticité-intérêt de la demande globale. Ils constatent que ce type d'annonce est une stratégie efficace lorsque les chocs sont modérément grands et persistants, mais qu'elle l'est beaucoup moins quand il s'agit de chocs plus importants et plus durables. De surcroît, les avantages de cette stratégie sont très variables selon l'hypothèse retenue concernant l'élasticité-intérêt de la demande. Les auteurs concluent que dans le cas d'une crise aussi grave et aussi prolongée que celle qui a récemment frappé les États-Unis, le recours exclusif à la transmission de renseignements sur l'évolution à venir du taux directeur est peu efficace, d'où l'intérêt potentiel de mesures comme l'assouplissement direct du crédit ou la mise en place de programmes de relance budgétaire.

2 Sous réserve des perspectives en matière d'inflation

Sharon Kozicki (Banque du Canada) fait observer que l'efficacité de la communication d'indices au sujet de la trajectoire future du taux directeur pourrait aussi être amoindrie par le manque de crédibilité des autorités monétaires et la nature des anticipations. Si, par exemple, les agents économiques ne sont pas entièrement convaincus aujourd'hui que la banque centrale honorera dans l'avenir l'engagement qu'elle a pris de suivre une politique déterminée, les effets d'une telle stratégie pourraient être très dommageables. Kozicki indique en outre qu'en présence d'incertitude, il est optimal de s'engager conditionnellement, et cela inclut les déclarations conditionnelles sur l'évolution à attendre du taux directeur. La commentatrice affirme que cette situation, combinée à l'incohérence temporelle de la politique optimale, pourrait poser d'importants problèmes de communication aux décideurs publics. **Marc Giannoni** (Université Columbia) demeure sceptique sur les conclusions des auteurs concernant les limites d'une stratégie consistant à transmettre des indices sur la trajectoire du taux directeur. Il souligne que cette stratégie est, en fait, très efficace dans leur modèle. Giannoni précise que même si elle ne produit pas de très bons résultats, ces derniers sont bien meilleurs que ceux que l'on obtient autrement. De fait, dans le modèle utilisé par les auteurs, la fourniture d'indices sur l'orientation future du taux directeur donne les meilleurs résultats. Enfin, Giannoni soutient que les auteurs n'ont pas démontré de manière convaincante la nécessité de recourir à des mesures de politique monétaire non traditionnelles.

Déjeuner-causerie

Dans sa conférence, intitulée *Implications of 2007-2009 for Monetary DSGE Models*³, **Lawrence J. Christiano** (Université Northwestern) dégage deux grandes implications de la récente crise sur le plan de la modélisation macroéconomique : 1) la caractérisation de la politique monétaire doit être revue; 2) il est urgent de prendre en compte les frictions financières.

Selon Christiano, la crise traversée récemment devrait amener les économistes à revoir la façon dont ils caractérisent la politique monétaire dans les modèles macroéconomiques. Il fait observer que jusque-là, la politique monétaire consistait, d'après ces modèles, à modifier un taux d'intérêt à court terme particulier. Au vu des mesures prises par les banques centrales durant la crise, le conférencier propose d'intégrer au

schéma général une disposition d'exception s'appliquant aux « situations d'urgence ». Par « situation d'urgence », il entend une conjoncture où une chute de la demande ferait descendre le taux directeur à zéro et enclencherait une spirale à la baisse de la dépense et de l'inflation.

Christiano note que pendant la crise, les actions entreprises par la Réserve fédérale américaine l'ont amenée à se livrer à de l'intermédiation financière à la manière du secteur privé. Il est d'avis qu'un tel comportement pourrait être justifié par une forme quelconque d'externalité qui ne se manifesterait que dans des circonstances exceptionnelles, par exemple une externalité financière agissant par le truchement des prix des actifs.

Le conférencier affirme en outre que la crise a clairement démontré l'urgence de prendre en compte les frictions financières dans les modèles macroéconomiques. Il fait remarquer en particulier que si les économistes mettaient au point des modèles plus détaillés sur le plan financier, ils seraient en mesure d'examiner des questions comme celle de savoir si la politique monétaire doit ou non tenir compte directement des variables financières, ou celle de l'importance des perturbations cycliques émanant du secteur financier.

Enfin, Christiano signale les progrès accomplis tout dernièrement grâce à l'emploi de modèles qui comportent un secteur financier. À titre d'exemple, il présente le fruit de recherches qui montrent que les chocs influant sur le niveau de risque des emprunteurs peuvent être une cause importante de fluctuations cycliques.

Deuxième séance : La valeur optimale du taux d'inflation

Les modèles macroéconomiques courants indiquent que le taux d'inflation optimal est nul, voire négatif. Pourtant, la plupart des banques centrales cherchent à maintenir le taux d'inflation légèrement au-dessus de zéro. Leur conduite pourrait s'expliquer par le fait qu'il est difficile de réduire les salaires nominaux, même quand la conjoncture économique le justifie. Lorsque les salaires nominaux sont rigides à la baisse, un taux d'inflation plus élevé facilite l'ajustement des salaires réels et lubrifie ainsi les rouages de l'économie (Tobin, 1972). Dans ce contexte, un taux d'inflation plus faible se traduira par des salaires réels et un taux de chômage en moyenne plus élevés. Dans la première communication, intitulée *Downward Wage Rigidity and Optimal Steady-State Inflation*,

³ N.D.T. : Le sigle DSGE est formé des initiales de « Dynamic Stochastic General Equilibrium » et désigne une famille de modèles.

Gabriel Fagan (Banque centrale européenne) et **Julián Messina** (Université de Gérone) passent en revue les données internationales sur la rigidité à la baisse des salaires nominaux. Dans le cas des États-Unis, les données corroborent la rigidité des salaires nominaux; dans le cas de l'Europe, ce serait plutôt les salaires réels qui sont rigides à la baisse. Afin d'évaluer les conséquences de ces résultats pour la définition du taux d'inflation optimal, les auteurs proposent un modèle de formation des salaires avec coûts d'étiquetage asymétriques qui peut intégrer l'hypothèse de rigidité à la baisse des salaires nominaux ou des salaires réels, des coûts d'étiquetage ordinaires ou même des salaires flexibles. Ils estiment le modèle en faisant appel à la méthode des moments simulés pour reproduire les principales caractéristiques de la dispersion des salaires dans différents pays. D'après leurs résultats, le taux d'inflation optimal s'établirait entre 0 et 2 % dans les pays d'Europe et entre 2 et 5 % aux États-Unis.

David Andolfatto (Banque fédérale de réserve de St. Louis) formule plusieurs réserves concernant l'ensemble de données utilisé par Fagan et Messina, soulignant notamment que celui-ci tient compte de la variation des salaires des employés restés en poste et fait abstraction de la rémunération indirecte. Le commentateur ajoute que le marché du travail pourrait être mieux modélisé si on le définissait comme un faisceau de relations durables plutôt que comme un marché au comptant où règne l'anonymat. Dans ce cas, le concept pertinent est celui du profil salarial sur la durée de la relation et non à un moment précis.

Michael Dotsey (Banque fédérale de réserve de Philadelphie) mentionne que les modèles dans lesquels l'employeur n'observe pas l'effort fourni par la main-d'œuvre débouchent sur des salaires effectifs plutôt flexibles, même si les salaires mesurés, eux, ne le sont pas. Dotsey cite également plusieurs autres études empiriques qui mettent en doute l'existence d'une rigidité à la baisse des salaires nominaux. Il conclut en disant que cette rigidité reste à démontrer.

La deuxième communication est celle de **Shutao Cao**, **Césaire Meh**, **Yaz Terajima** (Banque du Canada) et **José-Víctor Ríos-Rull** (Université du Minnesota et Banque fédérale de réserve de Minneapolis) et a pour titre *Inflation, Nominal Debt, Housing, and Welfare*. On y mesure les effets d'une réduction de la cible d'inflation à long terme sur le bien-être à l'aide d'un modèle de cycle de vie à agents hétérogènes axé sur le logement, la dette nominale et la monnaie. Les chercheurs posent comme hypothèse que les transactions liées au logement et à la dette ont un coût, mais que les

encaisses monétaires n'impliquent aucun coût de transaction, ce qui confère à la monnaie un avantage naturel en tant que moyen de protection contre le risque idiosyncrasique de volatilité du revenu. Les auteurs constatent que si l'on ramène le taux d'inflation à long terme de 2 à 1 %, on réduit le coût de détention de la monnaie et favorise par le fait même le recours à celle-ci pour se protéger. Ils concluent que non seulement la diminution du taux d'inflation accroîtrait le niveau de bien-être global à long terme, mais qu'en plus, elle améliorerait le bien-être d'environ 68 % de la population en vie au moment de la baisse.

Peter Howitt (Université Brown) signale que le modèle considère un choc d'inflation unique : le reste du temps, l'inflation est constante et prévisible. Si le taux d'inflation était incertain, les ménages répartiraient leur portefeuille différemment. Le commentateur suggère aux auteurs plusieurs modifications : ces derniers devraient expliquer pourquoi ils postulent des coûts quadratiques pour les transactions sur obligations, ajouter d'autres actifs réels aux biens immobiliers et inclure des obligations à plus longue échéance. Enfin, Howitt dit douter que les ménages emploient leurs liquidités pour se prémunir contre le risque de volatilité de leur revenu et affirme que le niveau des encaisses que suppose le modèle est trop élevé pour être vraisemblable.

Conférence commémorative John Kuszczak

Mark Gertler (Université de New York) prononce la conférence commémorative John Kuszczak 2009, intitulée *A Model of Unconventional Monetary Policy*⁴. Il note que durant la majeure partie de l'après-guerre, la politique monétaire de la Réserve fédérale des États-Unis a consisté à modifier le taux des fonds fédéraux de manière à influencer les taux d'intérêt du marché — en d'autres termes, aucun prêt n'était octroyé directement sur les marchés de crédit privés. Depuis le déclenchement de la crise en août 2007, la situation a radicalement changé, et la Réserve fédérale injecte directement du crédit dans les marchés privés. Gertler cite des chiffres qui indiquent que le montant des titres du secteur privé détenus par la banque centrale américaine est passé de négligeable à près de 1,5 billion de dollars. Il précise que la Réserve fédérale a agi de la sorte dans l'espoir de

⁴ Cette conférence annuelle est financée par la Banque du Canada et tenue à la mémoire de notre collègue John Kuszczak, décédé en 2002.

compenser une fraction importante de la baisse de l'activité dans le domaine de l'intermédiation financière privée par un élargissement de son rôle d'intermédiaire financier.

Gertler souligne que dès que le taux d'intérêt à court terme tombe à zéro, la banque centrale est incapable de stimuler l'activité économique par les moyens classiques. Dans ces circonstances, elle n'a d'autre choix que de se rabattre sur les opérations de bilan non traditionnelles. Le conférencier fait cependant remarquer que dans les versions de base des modèles courants, on postule que les marchés financiers sont exempts de frictions. Ces modèles ne peuvent donc rendre compte des perturbations des marchés financiers qui justifieraient une intervention des autorités monétaires sur les marchés du crédit comme celle que l'on a observée durant la dernière crise. Pour remédier à ce problème, Gertler propose un modèle macroéconomique quantitatif qui permet d'analyser les effets des mesures de politique monétaire non traditionnelles.

Gertler intègre des intermédiaires financiers dans un modèle qui, pour le reste, possède les caractéristiques d'un modèle macroéconomique ordinaire. Il suppose l'existence d'un problème de délégation simple entre les intermédiaires et leurs déposants de façon à créer un lien de cause à effet entre les bilans des intermédiaires et les flux de crédit. Le problème de délégation implique des contraintes endogènes pour le ratio de levier des intermédiaires, qui met en relation les flux de crédit globaux et les fonds propres dans le secteur de l'intermédiation financière. Dans le modèle proposé par Gertler, la dégradation des fonds propres des intermédiaires perturbe les activités de prêt et d'emprunt d'une manière conforme à ce qui s'est produit durant la crise. Pour étudier les mesures de politique monétaire non traditionnelles, le conférencier permet à la banque centrale de jouer le rôle d'intermédiaire, en supposant toutefois que l'intermédiation publique est, en règle générale, moins efficace que l'intermédiation privée. Il montre que les interventions de l'autorité monétaire sur les marchés du crédit peuvent se traduire par une augmentation très substantielle du bien-être, pourvu que cet écart d'efficacité reste assez modeste.

Troisième séance : La poursuite d'une cible fondée sur le niveau des prix

Les récentes recherches sur la formulation de la politique monétaire ont mis en évidence plusieurs éléments indiquant que le ciblage du niveau des prix donnerait de meilleurs résultats que celui de l'inflation. Les communications présentées au cours de cette séance avaient pour objet d'évaluer l'efficacité d'une cible de niveau des prix suivant différentes hypothèses concernant le mode d'établissement des prix et de déterminer dans quelle mesure ce genre de régime permet de bien gérer les risques extrêmes.

Les études qui mesurent l'efficacité des règles et des régimes de politique monétaire s'appuient souvent sur un modèle de type nouveau keynésien dans lequel les paramètres sont présumés insensibles à la conduite de la politique monétaire. Il se peut néanmoins que certains paramètres clés n'y soient pas insensibles. Dans la communication intitulée *Endogenous Rule-of-Thumb Price-Setters and Monetary Policy*, **Robert Amano**, **Rhys Mendes** et **Stephen Murchison** (Banque du Canada) font appel à une courbe hybride inspirée de la courbe de Phillips des nouveaux keynésiens pour examiner les résultats produits par les régimes de ciblage de l'inflation et du niveau des prix dans un cadre où les décideurs peuvent choisir de façon endogène la manière dont ils établissent leurs prix. Bien que d'autres facteurs puissent aussi être endogènes, les auteurs concentrent leur attention sur le degré de « prospectivité » du comportement puisque ce paramètre est reconnu dans la littérature comme un élément déterminant de l'efficacité relative des deux régimes. Dans le modèle des auteurs, les entreprises peuvent choisir d'utiliser une règle rétrospective simple ou de fixer les prix de façon optimale, moyennant un coût, selon une approche prospective. Les chercheurs constatent que les avantages (profitabilité relative) de l'une et l'autre options dépendent du régime. Selon leur modèle, l'efficacité du régime de ciblage du niveau des prix au regard de la stabilisation de l'économie rend la règle rétrospective plus intéressante, ce qui amène plus d'agents à opter pour celle-ci. Les auteurs montrent que cette situation pourrait réduire les avantages du ciblage du niveau des prix par rapport au ciblage de l'inflation. Ils concluent que si une banque centrale omet de tenir compte de l'incidence des modifications de la politique monétaire sur la proportion des entreprises qui appliquent une règle

rétrospective, les résultats peuvent être beaucoup plus défavorables que prévu.

Ricardo Reis (Université Columbia) commence par souligner que la littérature portant sur la politique monétaire définit un très large ensemble d'avantages potentiels pour le régime de ciblage du niveau des prix comparativement à l'autre régime. Pourtant, les cibles poursuivies ne sont presque jamais formulées en fonction du niveau des prix dans la réalité. Reis affirme qu'il s'agit là d'un des plus grands écarts entre la théorie et la pratique de la politique monétaire. Il enchaîne en s'interrogeant sur la généralité des résultats exposés par Amano, Mendes et Murchison. Il signale notamment que la règle rétrospective que ceux-ci postulent peut, en fait, varier avec le régime de politique monétaire. Il soutient de surcroît que le coût lié au comportement prospectif devrait être considéré comme un coût en ressources dans le modèle. **Frank Smets** (Banque centrale européenne) est d'accord sur ces points. Il propose en outre d'endogénéiser quelques-uns des paramètres de la règle rétrospective et d'envisager d'autres règles de politique monétaire et d'autres horizons de rétroaction.

Dans *Price-Level Targeting and Risk Management in a Low-Inflation Economy*, **Roberto Billi** (Banque fédérale de réserve de Kansas City) présente ensuite son évaluation des propriétés du régime de ciblage du niveau des prix en matière de « gestion de risques ». Il fait observer qu'une faible inflation suppose de bas taux d'intérêt nominaux et une probabilité plus forte de se heurter à la borne inférieure des taux. Par conséquent, les risques de détérioration de l'économie sont plus grands lorsque l'inflation est peu élevée. Billi démontre que le ciblage du niveau des prix réduit les risques extrêmes à la baisse plus efficacement que celui de l'inflation, alors qu'il donne en moyenne des résultats à peine moins bons. Le chercheur conclut que la poursuite d'une cible basée sur le niveau des prix est une stratégie plus efficace pour limiter les risques extrêmes à la baisse en contexte de faible inflation.

Kevin Moran (Université Laval) invite Billi à formaliser l'idée qu'il est souhaitable de réduire les risques extrêmes à la baisse. Par ailleurs, il se dit étonné que dans le modèle de l'auteur, le régime de ciblage de l'inflation se traduise par un niveau de bien-être moyen plus élevé que dans l'autre régime. Selon Moran, l'utilisation de règles de taux d'intérêt exprimées en différence première pourrait expliquer ce résultat. **Gauti Eggertsson** (Banque fédérale de réserve de New York) pense, comme lui, que le recours à des règles formulées en différence première

explique le résultat surprenant au chapitre du bien-être. Il relève que le critère déterminant est le degré de dépendance à l'égard du passé dans la règle de politique monétaire, et non la source de cette dépendance. Eggertsson soutient également que la sensibilité apparemment moindre du régime de ciblage du niveau des prix aux « trous noirs déflationnistes » pourrait justifier qu'on le préfère au régime de ciblage de l'inflation.

Séance de clôture

Le colloque s'est terminé par un débat mettant en présence **Michael Woodford** (Université Columbia), **Vincent Reinhart** (American Enterprise Institute) et **John Murray** (Banque du Canada).

Michael Woodford examine quatre questions voisines : 1) l'utilité d'une cible définie en fonction du niveau des prix; 2) l'importance de la communication d'indices concernant la trajectoire future du taux directeur; 3) l'opportunité de revoir les cibles d'inflation optimales; 4) la place des instruments de politique monétaire « non traditionnels ». En ce qui a trait à la première question, Woodford signale que des études récentes ont montré que la poursuite d'une cible de niveau des prix est une mesure de politique optimale en présence de chocs d'inflation par les coûts et une mesure quasi optimale si l'on tient compte en outre de la borne inférieure des taux d'intérêt nominaux. Les travaux présentés à ce colloque n'ont pas amené Woodford à revoir ses positions.

Woodford plaide pour la communication d'indices sur l'orientation à venir du taux directeur (et pour l'adoption d'une cible de niveau des prix). Il met en doute les conclusions de Levin et ses coauteurs, qui comparent une situation dans laquelle l'autorité monétaire s'engage à suivre une politique déterminée avec un optimum de premier rang inatteignable au lieu de la comparer avec une politique purement prospective, ce qui serait plus approprié. La véritable question, d'après Woodford, est de savoir si la banque centrale peut partir du principe qu'elle jouit d'une crédibilité parfaite et que les anticipations sont rationnelles, puisque l'absence de l'une ou l'autre de ces conditions nuirait à l'efficacité des indications fournies sur l'évolution future du taux directeur et à celle du régime de ciblage du niveau des prix. Le panéliste note cependant que l'abandon de l'hypothèse d'anticipations entièrement rationnelles n'affaiblit pas nécessairement les arguments en faveur de l'instauration d'une cible de niveau des prix.

Le problème posé par la borne inférieure des taux d'intérêt nominaux en a amené plusieurs à prôner un relèvement des cibles d'inflation. Woodford affirme que c'est là une façon très peu efficace de résoudre le problème si l'autorité monétaire peut convaincre les agents économiques de la crédibilité d'une politique dépendant du passé. Il ajoute qu'une bonne politique laissera entrevoir une « réinflation » temporaire (après une période de déflation), mais non une inflation plus élevée en permanence, et que le ciblage du niveau des prix permet justement une réinflation passagère. Ce genre de régime peut aussi aider à faire comprendre comment la réinflation temporaire peut se concilier avec l'engagement à maintenir l'inflation à un faible niveau. En dernier lieu, Woodford voit d'un bon œil l'application d'une politique active de crédit lorsque les taux d'intérêt se rapprochent de zéro, puisque les taux directeurs ne peuvent plus servir à corriger les distorsions susceptibles de survenir sur les marchés du crédit.

Vincent Reinhart débute son intervention en évoquant les problèmes liés à la dérive des prix. Plus précisément, la dérive des prix empêche l'ancrage des niveaux nominaux, sape la crédibilité — les déviations par rapport à la cible n'étant pas corrigées — et réduit l'efficacité des politiques de stabilisation. Puisqu'il en est ainsi, Reinhart fait valoir que la poursuite d'une cible de niveau des prix peut constituer un cadre de politique monétaire utile, spécialement du point de vue de la stabilisation.

Reinhart relève toutefois que la poursuite d'une cible de niveau des prix pourrait accrocher sur la question de la communication. Il affirme notamment que les décideurs publics pourraient hésiter à mettre en œuvre un régime de ce genre s'ils doutent de leur capacité de communiquer de l'information au public sur plus d'un facteur à la fois. Par exemple, ils pourraient craindre de ne pas être en mesure d'expliquer comment la politique monétaire serait menée dans une situation économique différente ou en quoi elle se distinguerait dans l'avenir de la ligne de conduite actuelle.

Pour sa part, **John Murray** se réfère tout d'abord aux deux questions formulées en 2006 dans la note d'information de la Banque du Canada sur la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : la cible d'inflation devrait-elle être inférieure à 2 % et devrait-on établir la cible en fonction du niveau des prix? Afin de mettre ces questions en perspective, Murray aborde des points que nous tenions pour acquis en 2006 : 1) le biais de mesure et la rigidité des salaires nominaux n'étaient pas des sujets de préoccupation majeurs;

2) la borne inférieure des taux d'intérêt nominaux était le principal obstacle à l'abaissement de la cible d'inflation — or l'expérience et les études réalisées à l'époque indiquaient que cette borne était, selon toute vraisemblance, rarement atteinte et qu'elle était gérable; 3) compte tenu des résultats des simulations effectuées et de la plausibilité des arguments invoqués, le ciblage du niveau des prix semblait une stratégie intéressante, d'autant plus qu'il pourrait aider à surmonter les problèmes qui se posent à proximité de la borne inférieure des taux.

Murray fait ensuite le point sur ce que l'on a appris depuis. Il revient sur la dernière crise et les événements qui s'y rattachent, y compris l'application de mesures de politique monétaire non traditionnelles, qu'il définit comme une expérience naturelle (inattendue). Il constate un certain désaccord entre une partie des résultats préliminaires tirés des travaux antérieurs et les événements récents. Puis le panéliste porte son attention sur les études présentées durant le colloque, qu'il classe en deux groupes. Le premier groupe de recherches recommande la prudence : les épisodes durant lesquels le taux directeur peut descendre à zéro sont peut-être plus fréquents qu'on le croyait auparavant; la communication d'indices sur la trajectoire future du taux directeur pourrait être moins efficace en présence de chocs importants; la rigidité à la baisse des salaires nominaux est peut-être plus grande qu'on le pense; l'endogénéité du mode de fixation des prix peut diminuer les avantages du ciblage du niveau des prix. Le second groupe de travaux brosse un tableau plus optimiste : des considérations de redistribution et d'équité militent pour la réduction du taux d'inflation; la poursuite d'une cible fondée sur le niveau des prix peut offrir une protection utile contre les risques extrêmes à la baisse; les mesures de politique monétaire non traditionnelles peuvent être efficaces.

L'expérience positive des cibles d'inflation est une invitation à chercher un nouveau cadre de conduite de la politique monétaire potentiellement encore plus efficace.

En conclusion, Murray examine les points qui, selon lui, restent à élucider. En ce qui concerne la valeur optimale du taux d'inflation, il juge utile de pousser plus loin les recherches sur la fréquence des épisodes où le taux

directeur pourrait tomber à zéro dans le futur et sur l'efficacité des mesures de politique monétaire non traditionnelles. Il se demande par ailleurs s'il ne faudrait pas revoir notre conception de la rigidité à la baisse des salaires nominaux. Pour ce qui est de la poursuite d'une cible de niveau des prix, Murray pose deux questions : les agents économiques attachent-ils de l'importance à la réduction de l'incertitude du niveau des prix, et

existe-t-il un moyen de vérifier s'ils comprendraient bien le nouveau régime et modifieraient leur comportement en conséquence? Enfin, il revient sur le divorce entre théorie et pratique évoqué par Ricardo Reis dans son commentaire et souligne que l'expérience positive des cibles d'inflation est une invitation à chercher un nouveau cadre de conduite de la politique monétaire potentiellement encore plus efficace.

Articles cités et liste des communications présentées au colloque

Amano, R., R. Mendes et S. Murchison (2009). *Endogenous Rule-of-Thumb Price-Setters and Monetary Policy*, Banque du Canada. Manuscrit.

Amano, R., et M. Shukayev (2009). *Risk Premium Shocks and the Zero Bound on Nominal Interest Rates*, document de travail n° 2009-27, Banque du Canada.

Billi, R. M. (2008). *Price-Level Targeting and Risk Management in a Low-Inflation Economy*, document de travail n° 08-09, Banque fédérale de réserve de Kansas City.

Cao, S., J.-V. Ríos-Rull, C. Meh et Y. Terajima (2009). *Inflation, Nominal Debt, Housing, and Welfare*, Banque du Canada. Manuscrit.

Eggertsson, G. B., et M. Woodford (2003). « The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 139-233.

Fagan, G., et J. Messina (2009). *Downward Wage Rigidity and Optimal Steady-State Inflation*, document de travail n° 1048, Banque centrale européenne.

Gertler, M. (2009). *A Model of Unconventional Monetary Policy*. Manuscrit.

Levin, A., D. López-Salido, E. Nelson et T. Yun (2009). *Limitations on the Effectiveness of Forward Guidance at the Zero Lower Bound*, Centre for Economic Policy Research, coll. « CEPR Discussion Papers », n° 7581.

Tobin, J. (1972). « Inflation and Unemployment », *The American Economic Review*, vol. 62, n° 1, p. 1-18.