

Une nouvelle analyse de l'horizon de la cible d'inflation

Don Coletti, département des Relations internationales; Jack Selody, conseiller; et Carolyn Wilkins, département des Marchés financiers

- *L'horizon de la cible d'inflation est le délai prévu pour que les mesures de politique monétaire ramènent l'inflation à la cible fixée. Les autorités monétaires ont tout avantage à communiquer cet horizon, car cela contribue vraisemblablement à ancrer les attentes d'inflation.*
- *Des chercheurs de la Banque du Canada ont récemment effectué deux études portant sur l'horizon approprié pour l'atteinte de la cible d'inflation. Le choix de cet horizon représente un arbitrage entre, d'une part, les coûts associés à la volatilité de la production et des taux d'intérêt et, d'autre part, les avantages découlant du maintien de l'inflation près du taux visé.*
- *Les résultats de ces recherches indiquent que l'horizon optimal de la cible d'inflation varie beaucoup, selon la combinaison de chocs à laquelle l'économie est soumise. En moyenne, toutefois, il est légèrement inférieur à huit trimestres. Compte tenu de l'incertitude inhérente à ce type d'analyse, l'horizon actuel de six à huit trimestres nous semble une indication appropriée du rythme auquel doit s'opérer le retour de l'inflation à la cible à la suite de chocs économiques.*
- *Dans les rares cas où un choc persistant, comme une bulle d'actifs, déclenche un mécanisme d'accélérateur financier, un horizon plus long pourrait être approprié.*

L' horizon de la cible d'inflation est le temps qu'il faut aux mesures de politique monétaire visant à neutraliser les effets d'un choc sur l'économie pour ramener l'inflation au taux visé. Le retour de l'inflation à la cible n'est pas immédiat parce que certaines frictions (par exemple, l'existence de contrats salariaux) dans l'économie en prolongent les mouvements et parce que les mesures de politique monétaire mettent du temps à faire sentir leurs effets sur l'inflation.

L'horizon de la cible d'inflation est le temps qu'il faut aux mesures de politique monétaire pour ramener l'inflation au taux visé.

Le choix d'un horizon court exigerait d'importantes modifications des taux d'intérêt afin que l'inflation puisse être ramenée rapidement à la cible, mais pourrait engendrer une volatilité excessive des taux d'intérêt et de l'économie réelle, puisque des mesures subséquentes de sens contraire seraient probablement requises pour neutraliser les effets retardés des fortes modifications initiales des taux d'intérêt. Un horizon à long terme se prêterait à des changements moins marqués des taux d'intérêt, de sorte que la volatilité de l'économie réelle serait moindre, mais l'inflation s'écarterait plus longtemps de la cible. Il existerait donc un horizon optimal pour la cible d'inflation qui représenterait le juste milieu entre ces deux pôles. De plus, chaque type de choc secouant l'économie aurait son propre horizon optimal pour l'atteinte de la cible d'inflation, puisque chaque choc implique une relation d'arbitrage différente

entre la volatilité de la production et celle de l'inflation. L'horizon considéré à la Banque du Canada correspond au temps ordinairement requis pour ramener l'inflation au taux visé à la suite de diverses combinaisons de chocs.

Le retour de l'inflation à la cible n'est pas immédiat à cause de certaines frictions dans l'économie.

Le présent article se fonde sur deux études récentes effectuées à la Banque, dans lesquelles deux modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques de l'économie canadienne sont soumis à une série de chocs reproduisant la gamme des principaux chocs survenus au cours des 25 dernières années. Ces deux modèles à la fine pointe de la science économique offrent une description très rigoureuse du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le modèle utilisé dans la première étude cherche à expliquer les délais entre les mesures de politique monétaire et les variations subséquentes de l'inflation essentiellement par des frictions nominales et réelles (liées, par exemple, à l'existence de contrats salariaux établis en termes nominaux ou de coûts d'ajustement du capital). Le modèle de la seconde étude intègre en outre des frictions financières (souvent désignées sous le vocable de « mécanisme d'accélérateur financier ») qui, lorsqu'elles entrent en jeu, peuvent modifier la relation entre une mesure de politique monétaire et la variation subséquente de l'inflation.

Pour établir l'horizon optimal de la cible d'inflation, on a incorporé à ces modèles une mesure quantitative de la perte que peut entraîner, pour l'économie, la volatilité de la production, de l'inflation et des taux d'intérêt si la règle de politique monétaire appliquée ramène l'inflation au taux visé trop rapidement ou trop lentement. On a ensuite fait varier les valeurs des paramètres de la règle modélisée qui relie les modifications du taux directeur aux écarts prévus entre l'inflation et le taux visé ainsi qu'à l'écart de production afin de déterminer l'horizon qui minimise la perte pour l'économie¹. L'opération a été répétée

pour un vaste éventail de chocs possibles afin d'obtenir la fourchette des horizons optimaux.

Les résultats de ces études étayent la thèse selon laquelle des chocs différents sont associés à des horizons différents, ce qui laisse croire que l'horizon optimal varie dans le temps et en fonction des chocs touchant l'économie. Néanmoins, ils indiquent également que la politique appliquée par la Banque du Canada depuis 1991, à savoir chercher à ramener l'inflation au taux fixé dans un délai de six à huit trimestres, demeure appropriée face à la plupart des chocs. Dans les rares occasions où un choc important et persistant déclenche un mécanisme d'accélérateur financier, un horizon plus long pourrait être plus approprié.

Méthodologie

Étant donné la complexité des frictions présentes dans l'économie, les deux études examinent la question de l'horizon de la cible d'inflation au moyen de deux modèles différents de l'économie canadienne.

Dans la première étude, Cayen, Corbett et Perrier (2006) — que nous désignerons dans la suite du texte par les lettres CCP — utilisent une version préliminaire du modèle TOTEM (pour *Terms-of-Trade Economic Model*), un modèle dynamique d'équilibre général de l'économie canadienne de type multisectoriel, conçu pour l'analyse des questions de politique monétaire dans un cadre d'économie ouverte et pour l'élaboration de projections économiques (Murchison et Rennison, à paraître). Dans le modèle TOTEM, la rigidité des salaires nominaux est la principale friction à l'origine de la persistance des effets réels à court terme des mesures de politique monétaire. La rigidité des prix joue aussi un rôle important, mais moindre. Les autres grandes frictions sont liées à la persistance des habitudes de consommation², à la présence d'un coût d'ajustement du capital physique et à la nature variable du taux d'utilisation du capital. Le modèle TOTEM comporte également un volet distinct pour le secteur des produits de base, ce qui permet une meilleure représentation de la dynamique des termes de l'échange. En outre, le modèle englobe un large éventail de chocs exogènes qui constituent les impulsions initiales à sa dynamique.

Dans la seconde étude, Basant-Roi et Mendes (2006) — désignés ci-après par les lettres BRM — font appel à un modèle expérimental qui suppose l'existence d'un mécanisme d'accélérateur financier sur le marché

1. Voir Armour et Côté (1999-2000) ainsi que Black, Macklem et Rose (1997) pour un survol des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation.

2. On entend par là l'hypothèse selon laquelle les ménages ne se soucient pas seulement du niveau de leur consommation durant la période en cours, mais aussi de l'évolution de celle-ci au fil du temps.

immobilier résidentiel³. Ce modèle a de nombreux éléments communs avec TOTEM, dont des rigidités nominales sur le marché du travail et celui des biens, ainsi que des rigidités réelles, comme la persistance des habitudes, qui ralentissent l'ajustement de l'économie réelle aux chocs. Bien que le modèle de BRM soit moins raffiné que le modèle TOTEM sous certains aspects, il comporte des frictions financières, lesquelles sont absentes de TOTEM. Il peut ainsi nous renseigner au sujet de l'incidence sur les résultats économiques des interactions entre le secteur réel et le secteur financier⁴. Les frictions financières en question sont engendrées par les fluctuations de la valeur des actifs servant de garantie au financement hypothécaire. Par exemple, une hausse des prix des logements accroît initialement la valeur des garanties hypothécaires, ce qui réduit les coûts d'emprunt. Cette réduction stimule le crédit et la demande globale, dont la demande de logements, et provoque ainsi une nouvelle augmentation des prix des logements par le jeu d'un mécanisme d'accélérateur financier. Les chocs qui mettent en branle ce mécanisme sont très semblables à ceux intégrés au modèle TOTEM. La prise en compte des prix des logements dans le modèle de BRM permet également d'étudier l'incidence des bulles d'actifs sur l'horizon optimal de la cible d'inflation.

Chacun des modèles a été calibré de façon à reproduire les grandes caractéristiques des données macroéconomiques canadiennes pour la période de 1980 à 2004. Il doit y avoir concordance entre le modèle et les principales relations révélées par les données pour que soient représentées correctement les relations d'arbitrage entre l'inflation, l'écart de production et la stabilisation des taux d'intérêt qui caractérisent l'économie.

L'un des principaux déterminants de la persistance de l'inflation dans l'économie est la crédibilité de la politique monétaire. Lorsque la politique monétaire est très crédible, les attentes d'inflation demeurent bien arrimées, à moyen terme, à la cible d'inflation. Pour les fins du présent article, les deux modèles postulent que la politique monétaire est très crédible, comme le montrent les données récentes (voir l'encadré).

3. La version actuelle de ce modèle ne prend pas en compte l'existence possible d'un mécanisme d'accélérateur financier dans le secteur des entreprises qui pourrait influencer sur les investissements de celles-ci, par l'intermédiaire, par exemple, de fortes fluctuations des prix des actions. Toutefois, étant donné la structure de l'économie canadienne, les fluctuations marquées des prix des logements sont vraisemblablement plus susceptibles de représenter une source de préoccupation pour les autorités monétaires (Selody et Wilkins, 2004).

4. Par exemple, le modèle de BRM ne comprend ni chocs des prix des produits de base ni chocs touchant la cible d'inflation.

Lorsque les attentes sont bien ancrées, l'inflation a fortement tendance à revenir à la cible établie, de sorte que, toutes choses égales par ailleurs, on a moins besoin d'appliquer une politique monétaire énergique (Svensson, 2002) et de faire varier les taux d'intérêt et la production pour ramener l'inflation à la cible.

*Lorsque les attentes sont bien ancrées,
l'inflation a fortement tendance à
revenir à la cible établie.*

CCP et BRM recourent à la même méthodologie générale pour déterminer l'horizon optimal de la cible d'inflation (voir Batini et Nelson, 2000). Dans les deux études, il est présumé que la banque centrale modifie ses taux directeurs afin de minimiser les coûts globaux provenant de trois sources de volatilité : celle de l'inflation par rapport à la cible, celle de la production par rapport à son potentiel (l'écart de production) et celle des taux d'intérêt. La stabilisation de l'inflation est souhaitable en partie parce que, lorsque celle-ci est variable, il est plus ardu pour le marché de répartir les ressources de façon efficiente, ce qui engendre une incertitude compliquant la prise de décisions éclairées par les entreprises, les consommateurs et les épargnants (Svensson, 2002). Il importe de viser à réduire au maximum les variations de la production par rapport à son potentiel parce que les ménages préfèrent généralement que leurs dépenses de consommation varient le moins possible d'une période à l'autre. La volatilité des taux d'intérêt est prise en compte, car on suppose que les décideurs publics se soucient de la stabilité financière, qui peut être affectée par une volatilité excessive des taux d'intérêt (Cukierman, 1990), ainsi que du risque que les taux d'intérêt nominaux tombent à leur valeur plancher de zéro (Rotemberg et Woodford, 1997; Woodford, 1999).

De façon plus formelle, les modèles utilisés dans les deux études postulent que la banque centrale détermine l'horizon optimal de la cible d'inflation en minimisant la fonction de perte quadratique :

$$\bar{L} = \sigma_{\pi}^2 + \sigma_{ygap}^2 + 0.5 \cdot \sigma_{\Delta R}^2, \quad (1)$$

où σ_{π}^2 , σ_{ygap}^2 et $\sigma_{\Delta R}^2$ sont les variances non conditionnelles de l'écart entre le taux d'inflation observé

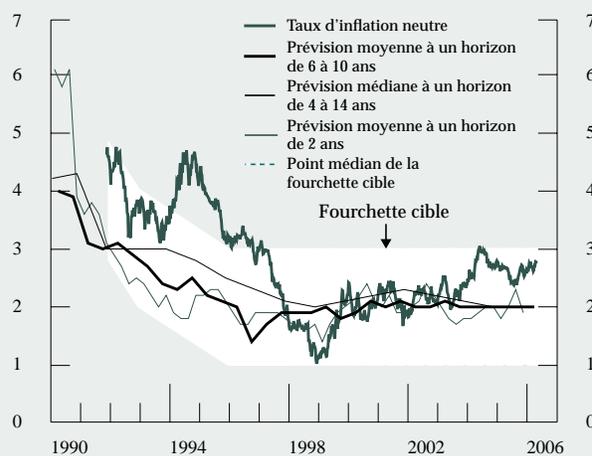
La crédibilité de la politique monétaire

On observe de nombreuses manifestations du renforcement considérable de la crédibilité de la politique monétaire depuis la mise en place au Canada du régime de cibles d'inflation. Le Graphique B1 montre plusieurs mesures des attentes d'inflation à divers horizons. Par exemple, l'écart entre le rendement des obligations à rendement réel à long terme du gouvernement canadien et celui des obligations à rendement nominal de même échéance (appelé « taux d'inflation neutre ») peut être considéré comme une mesure très approximative des attentes d'inflation à long terme. (Pour un examen approfondi de l'utilité du taux d'inflation neutre comme indicateur des attentes d'inflation, voir Christensen, Dion et Reid, 2004). L'évolution de l'écart entre ces rendements donne à penser que la prime liée à l'inflation attendue a diminué. Les prévisions relatives à l'inflation à long terme issues des enquêtes de Consensus Economics auprès de prévisionnistes du secteur privé font état d'une tendance semblable. Ces prévisions indiquent que les attentes d'inflation à un horizon relativement long (deux, cinq et dix ans) ont convergé vers la cible de 2 % après son adoption et ne s'en sont pas éloignées depuis. Johnson (1998), Perrier (1998) ainsi qu'Amano et Perrier (2000) ont conclu, à partir d'analyses statistiques fondées sur des données d'enquête, que la crédibilité de la politique monétaire au Canada a augmenté depuis l'établissement de cibles d'inflation.

La possibilité que le bas niveau des attentes d'inflation s'explique simplement par la récente évolution de l'économie, y compris celle de l'inflation, fait planer un doute sur la validité des conclusions tirées des enquêtes sur l'inflation attendue concernant la

crédibilité de la politique monétaire. Levin, Natalucci et Piger (2004) présentent une analyse plus convaincante, au terme de laquelle ils concluent que, sur la période 1994-2003, les prévisions du secteur privé au sujet de l'inflation à long terme ne sont pas corrélées avec l'inflation passée dans les cinq pays (dont le Canada) ayant poursuivi des cibles d'inflation explicites durant toute la période. Cette absence de corrélation indique que la politique monétaire menée par les banques centrales de ces pays a été raisonnablement crédible.

Graphique B1
Quatre mesures des attentes d'inflation à long terme



(π) et le taux visé (π^T), de l'écart de production ($ygap$) et des modifications du taux directeur (ΔR)⁵.

Cette fonction repose sur l'hypothèse que tous les écarts futurs entre ces variables et les cibles fixées sont coûteux pour l'économie⁶. Les pondérations attribuées impliquent que la banque centrale se préoccupe autant des écarts de l'inflation par rapport à la cible que de

l'écart de production, mais moins de la variabilité des taux d'intérêt⁷.

Les deux études représentent le comportement de la banque centrale au moyen d'une règle de politique monétaire simple :

$$R_t = \rho R_{t-1} + (1 - \rho)R^* + \varphi_\pi(E_t \pi_{t+k} - \pi^T) + \varphi_y(ygap_t), \quad (2)$$

où R^* est la valeur d'équilibre à laquelle le taux d'intérêt finira par s'établir et E_t désigne les attentes

5. La fonction de perte intertemporelle est : $L_t = E_t \left((1 - \beta) \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i L_{t+i} \right)$, où E_t représente les attentes fondées sur l'information disponible au moment t et β est le taux d'actualisation retenu par la banque centrale. Lorsque le taux d'actualisation s'approche de l'unité, $\beta \rightarrow 1$, $L_t = L$. Les Tableaux 1 et 2 présentent les valeurs estimées des variances de l'inflation, de l'écart de production et des modifications du taux directeur selon les règles de politique monétaire optimales.

6. Il convient de noter que les écarts sont représentés sous forme quadratique, les écarts substantiels étant considérés comme beaucoup plus coûteux que les écarts de faible amplitude.

7. Certaines études récentes privilégient des règles de politique monétaire qui maximisent le bien-être d'un consommateur représentatif. Cette méthode a notamment pour avantage d'éviter l'utilisation de fonctions de perte arbitraires du genre de celle employée ici. Cependant, comme cette méthode est très exigeante sur le plan des calculs, son application à des modèles plus réalistes et plus larges soulève encore de nombreux problèmes.

formées durant la période t^8 . Des règles simples ont été employées, car elles sont jugées moins sensibles au choix du modèle que les règles plus complexes optimisées pour un modèle en particulier (Levin, Wieland et Williams, 1999; Armour et Côté, 1999-2000; Côté et coll., 2002). La règle décrite ici est fondée sur l'inflation prévue, en ce sens que le terme d'inflation utilisé est l'écart entre le taux d'inflation attendu et la cible d'inflation. En général, les règles fondées sur l'inflation prévue sont simples, intuitives, parcimonieuses et dotées de propriétés raisonnables en présence d'une vaste gamme de chocs (voir Amano, Coletti et Macklem, 1999, de même que Black, Macklem et Rose, 1997).

Les variables de cette fonction de réaction hypothétique de la politique monétaire sont les mêmes que celles de la fonction objectif (1). La banque centrale choisit le degré de lissage du taux d'intérêt (ρ), l'ampleur de sa réaction aux écarts attendus de l'inflation par rapport à la cible (φ_π), l'ampleur de sa réaction à l'écart de production (φ_y) et le degré de prospectivité de sa politique monétaire (k). Ces paramètres sont déterminés séparément pour chacun des modèles de CPP et de BRM de façon à minimiser la fonction objectif lorsque l'économie est soumise à une série de chocs aléatoires semblables à ceux qui se sont produits par le passé. L'horizon de la cible d'inflation qui est ainsi obtenu est considéré comme optimal, du moins dans le contexte d'une règle de rétroaction simple.

Horizon optimal dans le cas de chocs d'ampleur normale

Le Tableau 1 présente l'horizon de la cible d'inflation associé à la règle optimale dans le cas où l'économie serait encore confrontée à des chocs macroéconomiques de l'envergure de ceux observés durant la période de 1980 à 2004⁹. Aux fins de ces calculs, l'inflation est considérée comme étant revenue à la cible si elle se situe à 0,1 point de pourcentage ou moins de celle-ci.

8. En raison de la complexité du processus décisionnel en matière de politique monétaire, ces fonctions de réaction simples ne doivent pas être interprétées comme des caractérisations précises du comportement des autorités monétaires.

9. La valeur de l'horizon optimal est quelque peu sensible à l'échantillon retenu, ses variations pouvant atteindre jusqu'à deux trimestres selon la période considérée dans l'étude de CCP. Si une variation de deux trimestres est suffisante pour que l'horizon moyen sorte de la fourchette de six à huit trimestres en certaines circonstances, l'écart n'est pas assez important pour influencer de façon significative sur les attentes. CPP examinent cinq chocs de demande (dont un choc de consommation), six chocs de prix ou de taux de marge (dont un choc salarial), un choc technologique interne, un choc relatif à la prime de risque-pays et quatre chocs externes (prix mondiaux des produits de base, production étrangère, prix étrangers et taux d'intérêt étranger).

Tableau 1

Horizon optimal de la cible d'inflation en l'absence de bulles immobilières

	CCP	BRM
Horizon de rétroaction (k)	2,0	2,0
Paramètre de lissage (ρ)	0,8	0,6
Variance de l'inflation (σ_π^2)	0,9	0,7
Variance de l'écart de production (σ_{ygap}^2)	5,1	4,3
Variance des modifications du taux d'intérêt ($\sigma_{\Delta R}^2$)	1,7	1,6
Horizon moyen	7,0	6,0
Fourchette des horizons*	4-11	2-9

Nota : Les horizons sont exprimés en nombre de trimestres nécessaires pour ramener l'inflation à 0,1 point de pourcentage ou moins de la cible.

* Selon un intervalle de confiance à 90 %

L'horizon moyen est la moyenne de la distribution obtenue lorsqu'on effectue des tirages répétés dans la distribution estimative des chocs auxquels l'économie a été soumise au cours de cette période.

Trois grandes conclusions se dégagent de ce tableau. D'abord, BRM et CCP obtiennent un horizon moyen très semblable (six et sept trimestres respectivement). Ensuite, la fourchette des horizons optimaux est également assez semblable dans les deux études : CCP estiment que, dans le cas d'un choc qui éloigne l'inflation de la cible, l'inflation devrait être ramenée à 0,1 point de pourcentage ou moins de la cible dans quatre à onze trimestres neuf fois sur dix; dans l'étude de BRM, les limites de la fourchette en question sont de deux et neuf trimestres. Enfin, les résultats présentés indiquent que l'horizon optimal de la cible d'inflation se situe en moyenne dans la portion inférieure de la fourchette de six à huit trimestres. Ce dernier résultat pourrait s'expliquer en partie par une hausse de la crédibilité de la politique monétaire depuis l'adoption du régime de cibles d'inflation. Cette hausse aurait raccourci le délai entre le moment où sont prises les mesures de politique monétaire et celui où leurs effets sur l'inflation se font sentir, et donc réduit ce qu'il en coûte pour ramener l'inflation au taux visé.

Horizon optimal dans le cas de bulles immobilières

BRM ont également procédé à une simulation afin de déterminer l'effet d'une bulle immobilière exogène sur l'horizon optimal de la cible d'inflation. La bulle, définie par un écart persistant et croissant entre le prix du marché et la valeur fondamentale des logements, est modélisée à la manière de Bernanke et Gertler (2000). Les probabilités de formation et d'éclatement

d'une bulle sont par hypothèse fixes et connues de tous les agents¹⁰. Une bulle survient en moyenne tous les dix ans. Les probabilités sont établies de telle sorte qu'en moyenne, les prix dépassent les valeurs fondamentales d'un maximum de 30 % et la durée de la bulle ne dépasse pas trois ans¹¹. Ces simulations ont été effectuées en utilisant la même règle de politique monétaire que dans le scénario examiné ci-dessus (règle 1), ainsi qu'une autre règle qui est optimisée en tenant compte de la possibilité de bulles (règle 2).

La prise en compte de l'apparition éventuelle d'une bulle laisse à peu près inchangés les paramètres de la règle de rétroaction simple de BRM présentés au Tableau 1, car les bulles d'actifs sont, par hypothèse, des événements peu probables. Si une bulle immobilière se forme, le temps moyen qu'il faut pour ramener l'inflation à la cible augmente considérablement (voir le Tableau 2). La raison en est que ce type de choc déclenche d'importants effets d'accélérateur financier, qu'il s'avère coûteux de neutraliser au moyen de la politique monétaire. En particulier, une bulle immobilière a une incidence directe sur les prix des actifs et le mécanisme d'accélérateur financier, tandis que tous les autres chocs n'agissent sur ceux-ci que de manière indirecte.

Les résultats ne doivent être considérés que comme une indication des effets possibles d'une bulle d'actifs dans l'économie canadienne.

On obtient ce résultat qu'on fasse ou non intervenir les prix des logements dans la règle de politique monétaire. Une analyse de sensibilité montre que l'inclusion de ces derniers procure peu d'avantages, sans doute parce que la règle tient déjà compte des effets de leurs fluctuations sur la volatilité de l'inflation et de la production. Ce résultat est conforme à la conclusion de Bernanke et de Gertler (2000) selon laquelle la

10. Cette hypothèse est posée à des fins de simplification, puisque, dans la réalité, les agents ne possèdent pas tant d'informations.

11. Ces hypothèses sont globalement conformes aux caractéristiques des bulles immobilières décrites dans la livraison d'avril 2003 de la publication du Fonds monétaire international intitulée *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau 2

Horizon optimal de la cible d'inflation dans le cas de bulles immobilières

	Règle 1 : (absence de bulles)	Règle 2 : (optimisée en tenant compte de la possibilité de bulles)
Horizon de rétroaction (k)	2,0	2,0
Paramètre de lissage (p)	0,6	0,6
Variance de l'inflation (σ_{π}^2)	0,8	0,8
Variance de l'écart de production (σ_{ygap}^2)	4,3	4,4
Variance des modifications du taux d'intérêt ($\sigma_{\Delta R}^2$)	1,6	1,6
Horizon moyen	14,0	13,0
Fourchette des horizons*	3-51	4-48

Nota : Les horizons sont exprimés en nombre de trimestres nécessaires pour ramener l'inflation à 0,1 point de pourcentage ou moins de la cible.

* Selon un intervalle de confiance à 90 %

politique monétaire peut faire face de façon appropriée aux bulles en modulant son action en fonction de l'inflation prévue. La politique monétaire n'a donc pas besoin de réagir directement aux mouvements des prix des logements pour être efficace¹².

Les simulations de BRM sont très stylisées, de sorte que leurs résultats ne doivent être considérés que comme une indication des effets possibles d'une bulle d'actifs dans l'économie canadienne. Étant donné que de telles bulles ne se sont produites que très rarement au Canada, il est difficile de quantifier précisément l'incidence réelle d'une importante variation des prix des logements, de même que l'effet des mesures de politique monétaire sur une bulle immobilière et l'accroissement potentiellement nécessaire de l'horizon de la cible¹³. De plus, le modèle ne rend pas compte de toutes les perturbations financières susceptibles d'accompagner ces bulles. Par exemple, même si le coût du financement hypothécaire augmente à la suite d'une baisse des prix des actifs, les restrictions sur les volumes de prêts qui peuvent être imposées dans le cas d'un « étranglement du crédit » ne sont pas modélisées. Travaillant sur des données canadiennes, Tkacz et Wilkins (2006) ont constaté l'existence d'effets de seuil appréciables dans la relation entre les prix des

12. Pour un exemple plus récent, voir Tetlow (2005).

13. Dans les simulations de BRM, les mesures de politique monétaire influent sur la valeur fondamentale des logements mais non sur la formation des bulles.

logements et l'activité économique réelle, ce qui porte à croire que le fait de ne pas prendre en compte ces restrictions peut engendrer d'importants biais.

*Un horizon de six à huit trimestres
demeure approprié.*

Conclusions

Le choix de l'horizon de la cible d'inflation consiste en un arbitrage. Un horizon court permet de maintenir l'inflation plus près de la cible, mais au prix d'une hausse de la volatilité de la production et des taux d'intérêt; un horizon long permet à la banque centrale de tolérer plus longtemps un écart entre l'inflation et la cible au profit d'une stabilité accrue de la production et des taux d'intérêt. Les deux études présentées ici montrent que l'horizon optimal varie selon les chocs

et qu'il serait, en moyenne, un peu plus court qu'on ne le pensait auparavant. Toutefois, comme l'analyse comporte plusieurs importantes sources d'incertitude, les estimations ponctuelles de l'horizon optimal n'ont qu'une valeur indicative. En particulier, la structure et le calibrage des modèles étudiés ne sont que des approximations imparfaites de l'économie véritable. De plus, les chocs futurs pourraient avoir un profil passablement différent de celui des chocs observés dans le passé. Enfin, ces études reposent sur des concepts difficiles à mettre en pratique avec précision. Par exemple, on ne peut définir ni aisément ni avec exactitude les préférences des autorités monétaires à l'aide d'une fonction objectif simple. Compte tenu de ces incertitudes, nous concluons qu'un horizon de six à huit trimestres convient dans la plupart des cas. Dans le cadre des modèles examinés, seuls quelques types de chocs peu probables, comme une bulle d'actifs, justifient le choix d'un horizon considérablement plus long. Dans ces rares cas, il pourrait donc être approprié pour les autorités monétaires d'accroître la période à l'intérieur de laquelle elles cherchent à ramener l'inflation au taux visé.

Ouvrages et articles cités

- Amano, R., D. Coletti et T. Macklem (1999). « Monetary Rules When Economic Behaviour Changes », document de travail n° 99-8, Banque du Canada.
- Amano, R., et P. Perrier (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 13-20.
- Armour, J., et A. Côté (1999-2000). « L'efficacité des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation : survol de la littérature récente », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 47-61.
- Basant-Roi, M., et R. Mendes (2006). « Should Central Banks Adjust Their Target Horizons in Response to Housing-Price Bubbles? », document de travail (à paraître), Banque du Canada.
- Batini, N., et E. Nelson (2000). « Optimal Horizons for Inflation Targeting », document de travail n° 119, Banque d'Angleterre.
- Bernanke, B., et M. Gertler (2000). « Monetary Policy and Asset Price Volatility », document de travail n° 7559, National Bureau of Economic Research.
- Black, R., T. Macklem et D. Rose (1997). « Des règles de politique monétaire permettant d'assurer la stabilité des prix ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu en mai 1997 à la Banque du Canada, Ottawa, Banque du Canada, p. 445-502.
- Cayen, J.-P., A. Corbett et P. Perrier (2006). « An Optimized Monetary Policy Rule for TOTEM », document de travail (à paraître), Banque du Canada.
- Christensen, I., F. Dion et C. Reid (2004). « Les obligations à rendement réel : la crédibilité de la politique monétaire et la prévision de l'inflation à court terme », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 17-29.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Côté, D., J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant (2002). *The Performance and Robustness of Simple Monetary Policy Rules in Models of the Canadian Economy*, rapport technique n° 92, Ottawa, Banque du Canada.
- Cukierman, A. (1990). « Why Does the Fed Smooth Interest Rates? ». In : *Monetary Policy on the 75th anniversary of the Federal Reserve System*, actes du 14^e colloque annuel sur les politiques économiques organisé par la Banque fédérale de réserve de St-Louis, Norwell (Massachusetts), Kluwer Academic Publishers, p. 111-144.
- Johnson, D. (1998). « La crédibilité de la politique monétaire : analyse des résultats d'enquêtes menées sur l'inflation attendue dans divers pays ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu en mai 1997 à la Banque du Canada, p. 389-426.
- Levin, A., F. Natalucci et J. Piger (2004). « Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes », document de travail n° 383, Banque centrale européenne.
- Levin, A., V. Wieland et J. Williams (1999). « Robustness of Simple Monetary Policy Rules under Model Uncertainty ». In : *Monetary Policy Rules*, sous la direction de J. B. Taylor, Chicago, University of Chicago Press, p. 263-299.
- Murchison, S., et A. Rennison (2006). *TOTEM: The Bank of Canada's New Projection Model*, rapport technique (à paraître), Ottawa, Banque du Canada.
- Perrier, P. (1998). « Un examen de la crédibilité de la politique monétaire au Canada », document de travail n° 98-12, Banque du Canada.
- Rotemberg, J., et M. Woodford (1997). « An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy », *NBER Macroeconomics Annual*.
- Selody, J., et C. Wilkins (2004). « Prix des actifs et politique monétaire : une perspective canadienne », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-16.
- Svensson, L. (2002). « Monetary Policy and Real Stabilization ». In : *Rethinking Stabilization Policy: a Symposium*, actes d'un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City tenu à Jackson Hole, Wyoming, du 29 au 31 août, p. 261-312.
- Tetlow, R. (2005). « Monetary Policy, Asset Prices and Misspecification », communication présentée au colloque de la Banque du Canada intitulé « La poursuite de cibles d'inflation » et tenu les 28 et 29 avril.
- Tkacz, G., et C. Wilkins (2006). « Linear and Threshold Forecasts of Output and Inflation with Stock and Housing Prices », document de travail (à paraître), Banque du Canada.
- Woodford, M. (1999). « Optimal Monetary Policy Inertia », document de travail n° 7261, National Bureau of Economic Research.