

Séance de clôture

Commentaires

Norman Cameron

Introduction : le thème central

Le thème central du présent colloque — et, à ce compte-là, de celui qui a eu lieu en octobre 1993 — est la question posée en ces termes par George Rich : quelle devrait être la forme de la fonction de réaction de la banque centrale¹? Je suis très heureux de voir la question formulée ainsi. La fonction de réaction de la banque centrale est certainement le sujet le plus négligé dans l'enseignement de la macroéconomie aux étudiants de premier cycle. Nous sommes tous convaincus que les résultats macroéconomiques seront meilleurs et que l'incertitude sera réduite si la réaction des autorités suit dans la mesure du possible des règles connues; pourtant, on ne discute guère, du moins de manière explicite, de la forme que ces règles ont prise ou devraient revêtir. C'est pourquoi mes observations porteront sur ce que les études présentées au colloque, ainsi que les discussions qu'elles ont suscitées, nous révèlent au sujet de la fonction de réaction de la politique monétaire au Canada — et aussi, dans certains cas, sur ce qu'elles ne disent pas à ce propos.

Les études présentées et les discussions mettent en lumière quatre aspects distincts de la fonction de réaction : 1) les arguments qui devraient figurer dans cette fonction; 2) le niveau cible qui devrait être choisi pour chaque argument; 3) la rapidité et la vigueur avec lesquelles la banque centrale devrait réagir aux écarts qui se manifestent entre les niveaux effectifs et les niveaux cibles; 4) la nature de l'indicateur qui peut et doit être

1. Voir le sommaire de la discussion générale qui a suivi la séance de clôture.

utilisé lorsque les mesures prises par les autorités agissent avec un décalage substantiel sur l'économie.

1 Le choix des cibles

Les autorités monétaires doivent naturellement prendre pour cible principale l'inflation ou le niveau des prix, mais laquelle de ces deux variables doivent-elles retenir? La première étude présentée (celle de Coulombe) ainsi que la dernière (celle de Black, Macklem et Rose) jettent un jour nouveau sur une question amplement débattue, à savoir les avantages d'une politique de maintien de l'inflation à zéro par rapport à la stabilité des prix. Coulombe établit que, si la banque centrale prenait pour cible le niveau des prix, celui-ci reviendrait à la moyenne, tandis que si le taux d'inflation visé était de zéro, le niveau des prix suivrait un profil aléatoire. La question qui se pose aux autorités est de déterminer s'il s'agit là d'un point fondamental et, le cas échéant, d'en établir les implications. D'après les deux études, il y aurait d'importants avantages à ramener le niveau des prix à la moyenne. Je me permets d'exprimer mon scepticisme.

Les auteurs des études signalent trois avantages possibles. En premier lieu, quand le niveau des prix tend à revenir à la moyenne, le niveau des prix courant fournit des informations intertemporelles utiles au sujet du niveau actuel des prix par rapport à leur niveau futur. Cela ne paraît guère utile, à la marge, puisque l'analyse de Coulombe montre que, dans un régime d'inflation zéro, le taux d'intérêt nominal, que l'on connaît également, peut aussi nous renseigner là-dessus.

En deuxième lieu, lorsque le public pense que le niveau des prix va revenir à la moyenne, la banque centrale peut obtenir des taux d'intérêt réels négatifs, même avec un plancher limitant les taux nominaux à zéro, et ainsi éviter que la capacité de la politique monétaire de stimuler l'économie ne soit restreinte — l'effet Summers (Summers, 1991).

Le troisième avantage (qui ressort également de la simulation de Black, Macklem et Rose) est le suivant : quand le public estime que le niveau des prix va revenir à la moyenne, les chocs de demande engendrent une inflation moindre, de sorte que, à inflation égale, la banque centrale n'a pas à faire varier autant les taux d'intérêt nominaux. Une volatilité moins grande des taux d'intérêt nominaux n'est peut-être pas si importante compte tenu de la fourchette de taux d'intérêt qui est associée à de faibles taux d'inflation, mais lorsque les autorités ont une inflation moindre à éliminer en présence de chocs de demande, la volatilité de la production est directement réduite — et la volatilité de la production, elle, compte.

L'effet Summers est une possibilité théorique, tout comme la trappe à liquidité. Son importance réelle est une question empirique. Le fait que deux

des études présentées ici donnent des aperçus utiles sur cette question empirique témoigne de la qualité du colloque. Dans l'une de leurs simulations, Black, Macklem et Rose montrent que l'effet Summers pourrait avoir une certaine validité empirique si la banque centrale devait opter pour un contrôle strict de l'inflation. Les auteurs procèdent à des simulations stochastiques d'une fonction de réaction de la politique monétaire dans laquelle les écarts de l'inflation par rapport à la fourchette cible sont corrigés sans tarder, au prix bien entendu d'une variance accrue de la production. Cette variance accrue résulte d'une action plus énergique de la banque centrale sur les taux d'intérêt. Cette fonction de réaction impliquerait des taux d'intérêt nominaux négatifs plus d'une fois sur cinq, même si le taux d'inflation visé était de 2 %².

Black, Coletti et Monnier montrent par contre, dans une projection modifiée de l'économie canadienne, que l'effet Summers n'est à peu près pas observé si l'on retient la fonction de réaction du scénario de base. Les auteurs incorporent un plancher de taux d'intérêt au Modèle trimestriel de prévision (MTP) et calculent le nombre de fois, en proportion, où ce plancher a un effet contraignant lorsque la volatilité de la production provient entièrement de chocs de demande. Cette proportion est très faible. Si la fonction de réaction intégrée au MTP représente la réaction probable de la banque centrale (quelle autre fonction de réaction pourrait-on bien y incorporer?), la validité empirique de l'effet Summers doit aussi être très faible.

Le troisième avantage, c'est-à-dire l'amélioration des résultats macroéconomiques, vient de ce que le public *s'attend* à ce que le niveau des prix revienne à la moyenne. Je ne crois pas, cependant, que le public puisse avoir des attentes de ce genre; par conséquent, je doute de l'existence de ce troisième avantage, dans la pratique. Aucune banque centrale ne peut s'engager à ramener le niveau des prix à une moyenne historique et rester crédible : quand viendrait le temps de relever les taux d'intérêt pour induire une récession afin de tenir cet engagement, qui s'attendrait vraiment à ce que la banque centrale tienne sa promesse? Or, à moins que le public ne s'attende à ce que les prix reviennent à la moyenne, aucun des avantages de la stabilité des prix par rapport à l'inflation zéro ne se concrétiserait, et la poursuite de la stabilité des prix engendrerait une plus grande volatilité de la production que si l'on visait une inflation égale à zéro.

Afin de voir pourquoi cette règle de politique n'est pas cohérente sur le plan dynamique, envisageons un scénario dans lequel un choc de

2. Le taux d'intérêt nominal moyen est de 5 %, et l'écart-type, de 6,6 % dans leurs simulations. L'aire située sous la queue de la distribution normale du taux d'intérêt nominal au-dessous de 0 % est de 0,225, soit plus d'un cinquième.

demande vient de provoquer une hausse des prix intérieurs. Quelle que soit la règle suivie — inflation zéro ou stabilité du niveau des prix —, la banque centrale relèvera les taux d'intérêt afin de ramener le taux d'inflation à zéro. Si l'objectif est la stabilité des prix, la banque centrale doit pouvoir compter sur l'appui du public pour aller plus loin encore et engendrer de la déflation, au prix d'une hausse du taux de chômage (ainsi que du nombre des faillites et de beaucoup d'autres indicateurs de stress social). Un électeur rationnel connaissant les résultats des scrutins passés au Canada ne s'attendrait pas à ce qu'une telle politique fasse des adeptes, que ce soit dans le grand public ou dans la classe politique³. Or, sans appui public, la banque centrale serait dans l'incapacité de mener une politique de déflation et, donc, de suivre une règle de maintien du niveau des prix⁴.

Une question importante est de savoir si la banque centrale devrait expressément essayer de stabiliser la production autour de sa tendance (ce qui réduirait la variance de la production), tout en maintenant l'inflation à un bas niveau. La politique de stabilisation de la production a eu mauvaise presse au cours des vingt dernières années, où on l'a assimilée à une politique de « réglage fin » de l'économie, mais l'étude de Dupasquier et Ricketts remet la question à l'ordre du jour. Si la courbe de Phillips à court terme présente un degré de convexité appréciable, une règle prescrivant une réaction rapide et énergique des autorités afin de maintenir le taux d'utilisation des capacités et le taux de chômage au voisinage de leurs niveaux naturels permettrait également d'obtenir un meilleur niveau moyen sur l'ensemble du cycle économique dans les deux cas, ce qui aurait des avantages nets évidents sur le plan social. Même si une réduction de la volatilité de la production n'était pas déjà souhaitable en soi, elle le serait en raison de cet effet indirect.

Le problème tient à la difficulté de démontrer empiriquement l'existence d'asymétries. Dupasquier et Ricketts font même état d'études américaines selon lesquelles la courbe de Phillips pourrait être concave aux États-Unis. De plus, comme le montrent les résultats obtenus par Rose au moyen de simulations de Monte-Carlo⁵ et comme on s'y attendrait dans une économie qui n'a connu que cinq cycles économiques complets au cours des

3. Si la banque centrale devait commencer quand même à provoquer de la déflation, on réclamerait à cor et à cri une directive du gouvernement pour lui interdire de suivre cette politique.

4. Faisons un retour en arrière et demandons-nous si la banque centrale aurait bénéficié d'un quelconque appui au cours des années 1991-1995 si elle avait essayé de ramener l'indice des prix à la consommation à son niveau de 1986. Songeons aussi à l'analyse que Gregor Smith fait, dans ses commentaires au sujet de l'étude de Black, Macklem et Rose, de la tentative des autorités britanniques de ramener les prix à leur niveau d'avant-guerre en rétablissant l'étalon-or après la Première Guerre mondiale.

5. Voir le sommaire de la discussion générale consacrée à l'étude de Dupasquier et Ricketts.

quarante-cinq dernières années, il pourrait s'écouler encore beaucoup de temps avant que l'on obtienne des résultats empiriques robustes.

Que devons-nous en conclure? Sur la question de savoir si la banque centrale devrait intervenir lorsqu'elle le peut (sans sacrifier son objectif en matière d'inflation) pour stabiliser le niveau de l'emploi et le taux d'utilisation des capacités, la remarque faite par Rowe dans ses commentaires est pertinente : il n'est pas nécessaire que la courbe de Phillips à court terme soit convexe pour justifier une réduction de la volatilité de la production; il suffit d'avoir une aversion pour le risque. Là où nous n'avons toujours pas d'opinion arrêtée, c'est sur la question de savoir si l'on doit attribuer plus ou moins d'importance à la volatilité de la production que ne le justifie la simple aversion pour le risque. Sur ce point également, mieux nous réussirons à maintenir la volatilité de la production au plus bas niveau possible, moins il importera que la courbe de Phillips soit linéaire ou convexe.

2 La détermination de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

Il existe un terrain d'entente assez large sur la question de l'adoption d'une fourchette cible en matière d'inflation. Tout d'abord, la déflation n'a guère d'adeptes. Ensuite, personne n'est en désaccord, je crois, avec l'idée que la fourchette cible de maîtrise de l'inflation mesurée devrait être au moins aussi large que le biais à la hausse que Statistique Canada choisit de laisser dans la mesure de l'inflation. Par ailleurs, le choix d'une mesure plausible de l'inflation semble avoir une certaine importance, mais cette dernière reste limitée. Là où les macroéconomistes divergent d'opinion, c'est sur les limites de la fourchette de maîtrise de l'inflation : devraient-elles se situer à $-0,5$ et $1,5$ % (fourchette centrée sur une véritable inflation zéro plus un biais à la hausse d'environ un demi-point de pourcentage, conformément aux résultats de Crawford, Fillion et Laflèche) ou être de l'ordre de 2 et 4 %? Si je ne me trompe, il s'agit là de divergences sans grande gravité.

À cet égard, les arguments militant en faveur du maintien d'un taux d'inflation égal à zéro me semblent plus faibles qu'au colloque tenu par la Banque sur ce thème en 1993, tandis que ceux appuyant l'adoption d'une fourchette cible centrée sur une valeur de 3 % paraissent s'être renforcés. Voici le raisonnement qui m'amène à cette conclusion.

Une inflation égale à zéro présente quatre avantages distincts, dont les trois premiers sont bien résumés dans l'étude de Black, Coletti et Monnier. Il s'agit 1) des avantages procurés par l'accroissement des

encaisses monétaires consécutif à la baisse des taux d'intérêt nominaux que permet la réduction de l'inflation; 2) des avantages découlant d'une atténuation des distorsions que la non-indexation du régime fiscal cause sur le plan des rendements relatifs; 3) des avantages liés à l'existence éventuelle d'une relation entre l'inflation et le niveau ou le taux de croissance de la production; 4) des avantages sans doute non mesurables, mais non négligeables pour autant, que procure une meilleure affectation des ressources lorsque l'interprétation des signaux transmis par les prix n'est pas faussée par l'inflation. Les avantages d'une inflation modeste se réduisent à un seul argument, évoqué dans l'étude de Crawford et Harrison, à savoir que la résistance des travailleurs à une réduction des salaires nominaux est suffisamment forte pour rendre le mécanisme de détermination des prix et des salaires très rigide quand l'inflation avoisine zéro. En conséquence, une légère inflation qui autoriserait une diminution plus importante des salaires relatifs et réels sans baisse des salaires nominaux permettrait d'améliorer l'affectation du facteur travail et d'accroître le taux d'emploi. D'après ce que j'ai retenu de la littérature et du présent colloque, les quatre avantages d'une inflation égale à zéro semblent maintenant moins clairs qu'en 1993, alors que l'argument militant en faveur d'un taux d'inflation légèrement supérieur à zéro est étayé par de nouveaux résultats.

Black, Coletti et Monnier modélisent les coûts d'une réduction de 1 % de l'inflation et les comparent explicitement aux estimations, tirées de la littérature, des trois premiers avantages décrits précédemment — le tout soigneusement mis à l'échelle au moyen d'une mesure du bien-être. Les avantages d'un accroissement des encaisses sont négligeables, comme on peut s'y attendre dans une économie où les encaisses monétaires représentent une très faible proportion des avoirs financiers totaux. Les avantages qui découlent d'une réduction des distorsions dues à l'interaction de l'inflation et du régime fiscal sont suffisamment importants pour justifier la désinflation. Cependant, comme le montre une étude récente faite à la Banque du Canada (Ragan, 1997) et ainsi que l'a fait remarquer Cliff Halliwell dans la discussion générale consacrée au document de Black, Coletti et Monnier, la leçon que l'on doit tirer des pertes de bien-être imputables à une indexation insuffisante du régime fiscal est peut-être que nous devrions mieux indexer ce régime, plutôt que d'imposer des contorsions à l'économie afin d'éliminer les effets d'une non-indexation. Autrement dit, si une inflation de 3 % est préférable à une inflation nulle, les distorsions dues à une indexation insuffisante du régime fiscal ne constituent pas un argument valable si elles peuvent être éliminées à moindre coût au moyen d'une indexation convenable. Je ne suis pas convaincu qu'une indexation approximative du régime fiscal soit aussi coûteuse, il s'en faut de

beaucoup, que le déclenchement d'une récession chaque fois que l'inflation s'accélère.

Selon les études recensées par Black, Coletti et Monnier, les avantages estimatifs possibles de la relation entre l'inflation et le niveau ou le taux de croissance de la production varient beaucoup : ils sont parfois énormes, parfois nuls. La fragilité des estimations très élevées est si évidente que les auteurs les omettent dans leurs diagrammes comparatifs des coûts et des avantages. L'étude d'Ambler et Cardia invoque divers arguments théoriques qui permettent d'écarter complètement ces résultats empiriques — arguments que Galbraith ramène dans ses commentaires à deux types de problèmes : l'omission de nombreuses variables pertinentes et la présence d'importants biais de simultanéité. Combinée à la fragilité des résultats empiriques, l'irrationalité théorique de cette relation semble porter un coup fatal au consensus antérieur, selon lequel une faible inflation présente certains avantages sur le plan de la croissance économique.

Le quatrième avantage d'une inflation nulle est impossible à mesurer pour une large part, mais il pourrait être important : il s'agit de l'amélioration du fonctionnement du mécanisme des prix, dont Ragan (1997) fait une bonne analyse. Cet avantage repose sur l'argument voulant qu'une inflation supérieure multiplie les grains de sable dans les rouages délicats de ce mécanisme⁶ : les agents économiques parviennent moins bien à discerner si les signaux provenant des prix correspondent à des changements de prix relatifs ou à une évolution générale des prix, ce qui les amène à commettre davantage d'erreurs dans l'affectation des ressources. Lorsqu'on étudie à fond cet argument, on voit que l'accroissement de la confusion et des erreurs dans l'affectation des ressources tient à la variabilité plus grande de l'inflation, et non uniquement à son niveau supérieur en moyenne. Si un taux d'inflation cible de 3 % plutôt que de zéro ne se traduit pas par une variabilité supérieure de l'inflation, ce dernier avantage que procure une inflation nulle disparaît lui aussi.

Est-ce que la variabilité de l'inflation augmente avec son niveau? On ne saurait nier les solides résultats empiriques qui révèlent une corrélation entre l'inflation moyenne et la variance de l'inflation dans les séries temporelles recueillies dans de nombreux pays au cours des quarante dernières années. Il est toutefois permis de penser que ces résultats ont beaucoup moins de poids lorsqu'on compare une fourchette cible de maîtrise de l'inflation allant de - 0,5 à 1,5 % et une fourchette allant de 2 à 4 %. En effet, les résultats en question sont tirés de séries s'étendant sur quatre décennies au cours desquelles le Canada et nombre d'autres pays ont

6. L'image a été empruntée à Groshen et Schweitzer (1996).

oscillé entre des périodes où l'inflation semblait maîtrisée à des taux inférieurs à 4 % et d'autres où l'inflation se situait à des niveaux beaucoup plus élevés et échappait à la maîtrise des autorités. Je me refuse tout simplement à croire que l'adoption d'une fourchette cible supérieure de 1 point de pourcentage à celle qui est actuellement en vigueur et centrée sur le taux d'inflation maintenu aux États-Unis depuis cinq ans entraînerait une plus grande volatilité de l'inflation. La Banque du Canada a même mis en garde les Canadiens, dans certaines de ses déclarations, contre les dangers que la déflation ferait courir à l'économie, et présenté la déflation comme un phénomène qui risque de nous échapper; or, la probabilité d'une déflation est beaucoup plus élevée si la fourchette cible est plus basse.

Tout cela renforce l'argument qui milite contre une inflation nulle : si les avantages sont aussi peu marqués que je viens de le conclure, il ne faut pas une grande rigidité à la baisse des salaires nominaux pour que cet argument l'emporte. À l'issue de leur étude, Crawford et Harrison ne sont toujours pas persuadés que les coûts unitaires de main-d'œuvre présentent une rigidité sensible à la baisse lorsque l'inflation et la croissance de la productivité du travail sont faibles, et ce, malgré le tableau frappant que brosse Fortin (1996) à partir des données relatives aux accords salariaux intéressant les grands employeurs. Les résultats de Fortin me paraissent plus convaincants parce que, lorsque l'analyse englobe la base de données de l'Enquête sur la dynamique du travail et du revenu (Simpson, Cameron et Hum, 1997), l'hypothèse que les salaires nominaux présentent une rigidité appréciable à la baisse et l'hypothèse de Fortin voulant que cette rigidité soit assez forte pour expliquer en bonne partie la faible croissance de l'emploi au Canada durant les années 90 se trouvent toutes deux étayées.

Il convient de noter que la fourchette cible qu'implique l'hypothèse de Fortin est à peine plus large que la fourchette actuelle centrée sur une valeur de 2 %. Pour la période 1983-1990, lorsque l'inflation et la croissance de la productivité étaient suffisamment élevées pour que la rigidité à la baisse soit sans conséquence, 95 % des augmentations de salaire consenties pendant la première année des conventions se trouvaient dans une plage de 4 % de part et d'autre de la moyenne. Pour préserver cette plage de variation malgré la forte résistance opposée par les travailleurs à une réduction de leurs salaires nominaux, il faudrait que l'augmentation moyenne des rémunérations nominales soit de 4 %. Cela implique une croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre — et, en définitive, des prix intérieurs — de 4 % moins la croissance de la productivité, c'est-à-dire d'environ 3 %. Si la croissance de la productivité s'accélère — comme cela devrait se produire, ainsi que l'a suggéré Lipsey (1996), quand nous aurons assimilé la vague actuelle de changements technologiques dans les secteurs

des communications et de l'informatique —, le taux minimum d'inflation devrait être encore plus faible⁷.

3 La réaction aux écarts par rapport à la cible

Je serai bref quant à la question de savoir si la fonction de réaction devrait ramener l'économie à la fourchette visée de façon graduelle ou brutale. Cette question n'a pas été abordée en profondeur lors du colloque, mais Black, Macklem et Rose ont procédé à quelques milliers de simulations, dans le cadre de leur étude, en vue de comparer les fonctions de réaction à action relativement rapide et celles à action plus lente. Les résultats de cet exercice fort utile ont confirmé mes convictions antérieures, à savoir que les interventions qui essaient de contrecarrer plus rapidement les chocs inflationnistes entraînent une plus grande volatilité et de la production et des taux d'intérêt. Cela amène Black, Macklem et Rose à recommander une stratégie prospective axée sur la réalisation d'un taux d'inflation à un horizon d'à peu près huit trimestres. Pour une personne telle que moi-même, formée au principe de Friedman selon lequel la transmission de la politique monétaire se caractérise par des décalages longs sinon variables, cette recommandation paraît tout à fait sensée (Friedman, 1990).

4 Le choix de l'indicateur

Lorsque les autorités prennent pour cible le taux d'inflation dans deux ans, un long laps de temps s'écoule entre la mise en œuvre des mesures de politique monétaire et l'obtention — ou la non-obtention — des résultats souhaités sur le plan de l'inflation. À cause de ce long délai, la banque centrale ne peut rendre compte immédiatement de son action. Tant que les conséquences des mesures prises n'ont pas commencé à se manifester, on n'a d'autre recours que de s'en remettre aux assurances de la banque centrale concernant le caractère approprié de ces mesures. Bien entendu, l'une des premières variables à réagir aux mesures de politique monétaire est le taux de change. Cependant, cette variable est soumise à un si grand nombre d'influences diverses que l'on ne peut se fier aux fluctuations qu'elle enregistre pour évaluer la politique monétaire à court terme. L'incidence des mesures de politique monétaire sur la demande globale met généralement beaucoup plus de temps à se faire sentir.

Hall et Mankiw (1994) ont proposé que, dans de telles conditions, la banque centrale adopte une fonction de réaction qui prenne pour cible les

7. Et ce, même si Oliner et Sichel (1994) concluent qu'on ne peut attribuer une forte proportion de la croissance de la productivité, au cours des deux dernières décennies, à l'informatisation.

anticipations des prévisionnistes du secteur privé au sujet de l'inflation à un horizon de deux ans. Ces anticipations peuvent être connues assez rapidement, de sorte qu'on saurait sans tarder si une intervention des autorités monétaires les a modifiées à tout le moins de la manière souhaitée. Cette proposition novatrice n'a absolument pas été discutée au colloque, encore que Johnson ait réservé une large place dans son étude aux prévisionnistes du secteur privé. Plusieurs arguments militent en faveur de cette idée.

Tout d'abord, Johnson soutient avec raison que les prévisionnistes du secteur privé donnent de la crédibilité à la politique monétaire lorsqu'ils sont d'accord avec les cibles choisies par la banque centrale, et l'on semble s'entendre sur le fait qu'une fonction de réaction est plus efficace lorsqu'elle est crédible. Une politique qui consisterait à modifier les taux d'intérêt jusqu'à ce que les anticipations du secteur privé concordent avec les taux visés par la banque centrale aurait cette crédibilité, à la condition bien entendu que les prévisions du secteur privé dont il est tenu compte soient représentatives des anticipations des agents privés que la politique monétaire cherche à influencer.

Naturellement, il se peut que les agents du secteur privé se trompent dans leurs prévisions, auquel cas les modifications de taux d'intérêt décidées par la banque centrale ne seraient pas les bonnes. Cependant, il en va de même des prévisions de la banque centrale, qui peuvent elles aussi être erronées. Le principal avantage d'une règle basée sur une moyenne des prévisions du secteur privé est que cette dernière reflète un large éventail de méthodes de prévision (y compris, peut-être, la méthode adoptée par la banque centrale) plutôt qu'une seule approche. Si l'on est d'avis que chaque méthode de prévision contient une erreur de conception ou de modélisation, la prise en compte d'une espèce de moyenne des prévisions du secteur privé permettrait de compenser dans une certaine mesure les diverses erreurs de modélisation.

Une fonction de réaction qui accorderait une telle importance aux prévisions du secteur privé aurait certainement d'autres effets sur le plan politique. Les prévisionnistes du secteur privé et les grandes institutions financières qui emploient certains d'entre eux prendraient une part beaucoup plus grande au processus d'élaboration de la politique monétaire et seraient beaucoup plus susceptibles, de ce fait, d'appuyer cette politique que si la banque centrale s'en remettait uniquement à ses propres prévisions⁸.

8. Certains font valoir qu'un indicateur, quel qu'il soit (un agrégat monétaire par exemple), ne se comporterait plus de la même manière si les autorités monétaires le choisissaient pour guider leur politique. Il en irait sans doute de même des prévisions du secteur privé; on leur accorderait beaucoup plus d'attention que maintenant, ce qui entraînerait probablement une amélioration de leur qualité.

Bibliographie

- Fortin, P. (1996). « The Great Canadian Slump », *Revue canadienne d'Économique*, vol. 29, novembre, p. 761-787.
- Friedman, M. (1990). « The Lag in Effect on Monetary Policy ». In : *Milton Friedman: Critical Assessments*, publié sous la direction de J. C. Wood et R. N. Woods, New York, Routledge, p. 40-65.
- Groshen, E. et M. Schweitzer (1996). « The Effects of Inflation on Wage Adjustment in Firm-Level Data: Grease or Sand? », Staff Reports n° 9, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Hall, R. E. et N. G. Mankiw (1994). « Nominal Income Targetting ». In : *Monetary Policy*, publié sous la direction de N. G. Mankiw, Chicago, University of Chicago Press, p. 71-94.
- Lipsey, R. G. (1996). *Economic Growth, Technological Change, and Canadian Economic Policy*, Toronto, Institut C. D. Howe.
- Oliner, S. D. et D. E. Sichel (1994). « Computers and Output Growth Revisited: How Big Is the Puzzle? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 273-317.
- Ragan, C. (1997). « On the Believable Benefits of Low Inflation », inédit, mars, département de science économique, Université McGill.
- Simpson, W., N. Cameron et D. Hum (1997). « Is Hypoinflation Good Policy? », inédit, avril, département de science économique, Université du Manitoba.
- Summers, L. (1991). « How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 23, août, p. 625-631.

