

Aperçu du colloque et synthèse des communications présentées

*Zahir Lalani et David Murchison**

1. Introduction

Contrairement à son prédécesseur Alan Greenspan, Ben Bernanke, le nouveau président de la Réserve fédérale des États-Unis, s'est déclaré en faveur de l'adoption d'une cible d'inflation chiffrée explicite. Toutefois, lors de son audience à la commission bancaire du Sénat à la fin de 2005, il a affirmé qu'il ne prendrait pas de mesure hâtive en ce sens. À son avis, ce sujet doit faire l'objet d'études plus poussées à la Réserve fédérale ainsi que de discussions et de consultations étendues. Bernanke a ajouté qu'il n'irait de l'avant que si un consensus se dégageait sur le fait qu'une telle mesure accroîtrait la capacité de la Réserve fédérale de mieux s'acquitter de son mandat, qui consiste à assurer la stabilité des prix et un niveau d'emploi maximal soutenable.

Pour faire la lumière sur cette question, le Consulat général du Canada à New York (le bureau de New York de la Banque du Canada et le ministère canadien des Finances) a organisé récemment un colloque intitulé «La poursuite de cibles d'inflation : problèmes et possibilités» en collaboration avec la New York Association for Business Economics. Le colloque avait pour objectif d'amener des acteurs clés de la profession économique et du marché, de part et d'autre de la frontière, à explorer l'évolution des cadres de poursuite de cibles d'inflation et à examiner l'adoption éventuelle d'une cible d'inflation explicite par la Réserve fédérale.

2. Une cible d'inflation à la Réserve fédérale pour bientôt?

Le premier conférencier, Laurence Meyer, estime que, sous la houlette de Ben Bernanke, le Comité de l'open market de la Réserve fédérale américaine (FOMC) envisagera sérieusement d'établir une cible d'inflation explicite pour les États-Unis. Cependant, la définition quantitative de la stabilité des prix sera vraisemblablement adoptée dans le contexte du double mandat que le Congrès a institué pour la Réserve fédérale, à savoir la promotion du plein emploi et de la

* Zahir Lalani est le représentant principal de la Banque du Canada à New York. David Murchison représente le ministère des Finances du Canada à New York et est membre du Comité directeur de la New York Association for Business Economics pour l'année 2005-2006.

stabilité des prix. Il soutient que ni le Congrès ni de nombreux membres du FOMC n'accepteront de modifier fondamentalement le mandat. Bien que l'on puisse s'attendre à quelques désaccords entre les membres du FOMC à propos du taux visé, il est probable que la cible d'inflation sera fondée sur le dégonfleur de la consommation des ménages hors alimentation et énergie et centrée sur le point médian (1,5 %) d'une fourchette allant de 1 à 2 %. Contrairement à d'autres banques centrales qui se sont dotées officiellement d'une cible, la Réserve fédérale a un double mandat explicite et poursuit un objectif d'inflation implicite. Selon Meyer, le régime en vigueur à la Réserve fédérale se rapproche peut-être plus d'une pratique exemplaire que celle établie par d'autres banques centrales qui ont une cible d'inflation explicite mais un double mandat implicite. Néanmoins, l'institution ne sera pas encline à préciser l'horizon temporel auquel l'objectif d'inflation doit être atteint, puisque cette façon de faire serait incompatible avec son double mandat; d'après le conférencier, les banques centrales qui jouissent déjà d'une bonne crédibilité n'ont pas à spécifier d'horizon. Compte tenu du double mandat de la Réserve fédérale, le FOMC doit continuer de publier deux fois l'an son rapport sur la politique monétaire à l'intention du Congrès et ne pas le remplacer par un rapport sur l'inflation.

Alan Blinder est, pour l'essentiel, du même avis que Meyer et considère l'approche décrite comme une avancée qui procurerait des avantages importants, car la Réserve fédérale serait ainsi mieux à même de rendre compte de l'atteinte de la cible ou d'expliquer pourquoi celle-ci n'a pas été réalisée. Une cible d'inflation chiffrée explicite, indique-t-il, permettrait en outre de clarifier les communications externes du FOMC. Blinder pense cependant que le FOMC pourrait préférer l'indice des prix à la consommation hors alimentation et énergie au dégonfleur de la consommation des ménages hors alimentation et énergie.

3. Les grands progrès accomplis dans la pratique de la politique monétaire : le cas de la Norvège

Préconisant fortement la poursuite de cibles d'inflation, Lars Svensson présente la Banque de Norvège comme un exemple à suivre. Au cours des 15 dernières années, plus de 20 pays ont adopté des cibles explicites. Ces dernières ont aidé les banques centrales de ces pays à élaborer un cadre plus systématique et cohérent à l'appui du processus décisionnel, à augmenter la transparence de leurs communications et à améliorer leur reddition de comptes. Certaines se demandent maintenant si elles devraient rendre publiques les hypothèses relatives aux taux directeurs qui sous-tendent leurs projections concernant l'inflation et d'autres variables cibles, en plus des autres prévisions qu'elles diffusent. Svensson leur recommande de faire état de la trajectoire entière — et non pour quelques mois seulement — des taux directeurs observés et futurs dans leurs communications sur les projections en matière d'inflation et d'écart de production. Les autorités mettraient ainsi à la disposition du secteur privé leurs meilleures prévisions en ce qui a trait à l'évolution des taux directeurs, de l'inflation et de l'écart de production. Elles bénéficieraient aussi de cette approche, car celle-ci leur permettrait de conduire la politique monétaire de façon optimale et assurerait une plus grande transparence propice à l'évaluation externe de leurs résultats. Svensson cite l'exemple de la Banque de Norvège, qui publie de telles projections pour divers scénarios en les appuyant sur des justifications bien étoffées et sur des graphiques en éventail qui expriment le degré d'incertitude.

Michael Woodford mentionne quelques problèmes auxquels sont confrontées les banques centrales lorsqu'elles font connaître leurs projections. Par exemple, les projections dépendent des

attentes des marchés à l'égard de l'évolution des taux d'intérêt. Les banques centrales peuvent toutefois surmonter ces problèmes en recourant à des graphiques en éventail et à différents scénarios qui montrent clairement que la trajectoire n'est pas un engagement.

4. Le point de vue canadien sur les tendances futures en matière de poursuite de cibles d'inflation

John Murray passe en revue les caractéristiques des régimes de cibles d'inflation et met en lumière certaines des questions importantes qui restent à résoudre. Depuis l'adoption de cibles par la Nouvelle-Zélande en 1990 et le Canada en 1991, les cadres de poursuite de cibles d'inflation mis en place dans nombre de pays industriels et en développement affichent une remarquable convergence. Dans l'ensemble, les pays qui sont dotés d'un tel cadre ont enregistré d'excellents résultats :

- 1) baisse du taux d'inflation à long terme;
- 2) sensibilité moindre aux chocs extérieurs;
- 3) indépendance accrue de la politique monétaire;
- 4) efficacité accrue de la politique monétaire;
- 5) variabilité réduite de l'inflation et de la croissance de la production;
- 6) meilleure atteinte de l'objectif d'inflation;
- 7) moindre persistance de l'inflation;
- 8) attentes mieux ancrées.

Si les pays qui ne possèdent pas de cibles d'inflation ont eux aussi bien tiré leur épingle du jeu pendant la même période, il reste que les pays ayant des cibles ont généralement fait encore mieux. Cependant, certains, tels les États-Unis, ont obtenu des résultats impressionnants sans avoir pour autant de cibles d'inflation explicites. Quoiqu'il en soit, l'économie canadienne affiche sur plusieurs plans une meilleure tenue que l'économie américaine, comme le montre une comparaison des données. Ainsi les taux d'intérêt nominaux et l'inflation ont été plus bas au Canada que chez nos voisins du sud, et les attentes d'inflation à long terme ont été plus volatiles aux États-Unis qu'au Canada, au Royaume-Uni ou en Suède. Au final, bien que l'adoption de cibles d'inflation ne soit pas un passage obligé pour améliorer la situation économique d'un pays, elle tend certainement à accroître les chances d'y parvenir. Même si le régime canadien de cibles d'inflation est une réussite, la Banque du Canada entend explorer plus avant diverses questions de fond, afin notamment de déterminer si elle devrait abaisser le taux d'inflation visé, si l'indice des prix qu'elle utilise convient, et si elle devrait choisir pour cible le niveau des prix plutôt que le taux d'inflation.

David Laidler défend les mérites des cibles d'inflation, mais se demande si l'importance que les banques centrales donnent à l'inflation mesurée hors alimentation et énergie en tant qu'indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation est justifiée.

5. Conclusion

La poursuite de cibles d'inflation a beaucoup progressé en quinze ans et fait maintenant figure de pratique exemplaire. Si les cadres de poursuite de cibles d'inflation de plusieurs pays se

ressemblent de plus en plus, quelques banques centrales, dont la Banque de Norvège, ont commencé à publier des projections et des scénarios prospectifs. De son côté, la Banque du Canada se propose d'évaluer si elle devrait réduire sa cible d'inflation et formuler celle-ci par rapport au niveau des prix. Les États-Unis et le Japon, quant à eux, réfléchissent à la possibilité d'adopter une cible d'inflation explicite. De l'avis général des participants, la Réserve fédérale américaine optera pour une cible explicite, tout en restant dans le cadre de son double mandat.