

# Steve Ambler

ESG UQAM

---



## Cibler le sentier du niveau des prix

Actuellement, les banques centrales de 26 pays utilisent des cibles explicites pour leurs taux d'inflation comme cadre directeur de la politique monétaire. À l'exception de la Finlande et de l'Espagne, qui ont adhéré à la zone euro en 1999, aucune banque centrale qui l'a adopté n'a abandonné le ciblage de l'inflation. Avant la crise financière de 2008, le ciblage de l'inflation (désigné ci-dessous comme le régime IT, pour *Inflation Targeting*) semblait coïncider avec des fluctuations moins volatiles de l'inflation et du produit réel.

Certains chercheurs attribuent au régime IT la responsabilité de cette stabilité accrue (voir Dotsey 2006 pour un survol de cette question). Pourtant, les premières banques centrales qui ont adopté le régime IT l'ont fait davantage en réponse à une suite d'accidents de l'histoire qu'en raison de son optimalité théorique. Par exemple, Laidler (2006) a écrit, à propos du cas canadien (le Canada était le deuxième pays industrialisé à prendre cette voie en 1991, après la Nouvelle-Zélande en 1989) : « (the) implementation of an inflation reduction program was as much prompted by the short-run problem of how to forestall a wage-price spiral threatened by the impending introduction of the GST as by any longer term considerations. »

Cette situation suggère que le régime IT n'est peut-être pas le régime monétaire optimal et a poussé certains chercheurs à envisager d'autres régimes. L'utilisation du niveau des prix ou plutôt d'un sentier annoncé pour le niveau des prix comme cible (désignée ci-dessous comme le régime PT, pour *Price-Level Targeting*)<sup>1</sup> pourrait représenter une solution de rechange. Il existe une littérature substantielle sur les avantages et les désavantages possibles du régime PT<sup>2</sup>.

---

1 La Banque du Canada, en prévision du renouvellement en 2011 de son accord avec le gouvernement du Canada concernant la cible de maîtrise de l'inflation, mène actuellement un programme de recherche qui vise à étudier les avantages possibles de passer à un régime PT. Voir à ce sujet Banque du Canada (2006).

2 Pour une information plus détaillée, voir Ambler (à paraître).

Ces recherches sont basées principalement sur des simulations numériques de modèles macroéconomiques d'équilibre général. Ceci s'explique par le fait que les preuves empiriques concernant le régime PT sont minces. Il n'y a qu'un seul cas dans l'histoire d'un pays qui a adopté le régime PT, la Suède, et cette expérience n'a duré que de 1931 à 1937.

La distinction fondamentale entre les régimes IT et PT est la suivante : À la suite d'un changement imprévu (choc) au taux d'inflation, sous le régime IT, la banque centrale vise à rétablir le taux d'inflation à un niveau égal à sa cible<sup>3</sup>. Elle tient l'impact du choc sur le **niveau** des prix pour acquis. Tout choc temporaire au taux d'inflation aura un effet permanent sur le niveau des prix. Par contre, sous le régime PT, la banque centrale vise à ramener le **niveau** des prix à une valeur égale à son sentier préannoncé<sup>4</sup>. De cette façon, l'impact du choc sur le niveau des prix est déjoué. Il en découle un premier avantage possible du régime PT, celui de faciliter des prévisions plus précises à moyen et à long terme du niveau des prix, ce qui peut être avantageux pour ceux qui signent des contrats (contrats de salaire, hypothèques, etc.) dont les paiements sont fixés en termes nominaux.

Du point de vue des recherches récentes, l'avantage principal du régime PT est qu'il peut mener à un arbitrage plus favorable entre la variabilité du produit réel et la variabilité de l'inflation. La raison de cet arbitrage plus favorable est relativement facile à saisir. À la suite d'une augmentation imprévue de l'inflation<sup>5</sup>, la banque centrale sous le régime PT s'engage à faire baisser l'inflation en dessous du taux d'inflation tendanciel afin de ramener le niveau des prix au sentier préannoncé. Par opposition au régime IT, les attentes inflationnistes seront plus faibles, si tant est que l'engagement de la banque centrale soit crédible. Dans la mesure où les attentes inflationnistes sont prises en compte par les firmes qui fixent les prix de leurs produits, ces firmes choisiront d'augmenter leurs prix moins que sous un régime IT. Ainsi, à très court terme, l'inflation sera plus faible sous le régime PT que sous le régime IT. La banque centrale devra moins agir sur le taux d'intérêt de court terme et moins faire baisser l'écart de production pour parvenir à contrecarrer le choc inflationniste. Il en résultera des mouvements moins abrupts à la fois du produit réel et du taux d'inflation<sup>6</sup>.

---

3 La plupart des banques centrales modernes, afin d'atteindre leurs objectifs, utilisent leur instrument principal, soit le taux d'intérêt nominal de court terme, afin de modifier la demande agrégée, ce qui entraîne une modification de l'écart de production et, ainsi, une modification de la pression sur l'inflation.

4 Ce sentier comprend la possibilité d'une pente positive. Autrement dit, le taux d'inflation tendanciel ou de long terme peut être positif.

5 L'argument dans le cas d'une baisse imprévue est symétrique.

6 La raison plus technique de la supériorité du régime PT remonte à l'article de Clarida, Galí et Gertler (1999). Ils ont montré dans le contexte du modèle néo-keynésien que sous la politique monétaire optimale, un choc au taux d'inflation ne doit avoir que des effets temporaires sur le niveau des prix. Cette situation se produira sous un régime PT, mais non sous un régime IT.

Cet avantage du régime PT peut être particulièrement intéressant lors de périodes où les taux d'inflation et les taux d'intérêt de court terme sont très faibles, ce qui est le cas de plusieurs pays industrialisés depuis la crise financière de 2008. Dans le contexte actuel, la possibilité pour les banques centrales d'avoir des politiques monétaires expansionnistes est limitée par le fait qu'elles ne peuvent fixer leur taux directeur sous zéro. Lorsque l'on prévoit que les taux d'intérêt nominaux de court terme vont rester dans le voisinage de zéro pendant une période relativement longue, l'engagement crédible par la banque centrale à atteindre à nouveau le sentier préannoncé du niveau des prix fait en sorte que le taux d'inflation moyen anticipé durant toute cette période sera égal au taux d'inflation tendanciel. Par contre, sous un régime IT, le taux d'inflation anticipé sera près de zéro. Il en résultera des taux d'intérêt réels plus faibles sous le régime PT que sous le régime IT. La politique monétaire est donc plus expansionniste sous le régime PT. Un régime PT peut aider l'économie à sortir d'une situation où le taux d'intérêt de court terme est coincé près de zéro, et peut même contribuer à prévenir ce genre de situation.

La crédibilité de la banque centrale est absolument cruciale pour la réussite d'un éventuel régime PT. Il est également essentiel que les attentes soient rationnelles. Par conséquent, les gens doivent non seulement se fier aux intentions de la banque centrale de respecter le sentier préannoncé du niveau des prix, mais ils doivent aussi comprendre parfaitement le fonctionnement de l'économie en général et de la politique monétaire en particulier. Si les gens ont des attentes adaptatives, le régime PT peut perdre son avantage. Il est clair que l'adoption éventuelle d'un régime PT nécessiterait une période d'adaptation et d'apprentissage de la part du secteur privé. Pire encore, la banque centrale sous un régime PT est sujette à un problème particulièrement aigu d'incohérence dynamique de sa politique optimale. Elle récolte des avantages à court terme à cause de l'impact de sa politique annoncée sur les attentes et donc sur les fluctuations des prix des produits ou des salaires. À plus long terme, elle doit respecter sa promesse de faire baisser l'inflation afin d'atteindre à nouveau le sentier des prix préannoncé (toujours dans le cas d'un choc inflationniste positif). Pour ce faire, elle doit manipuler les taux d'intérêt de court terme afin de provoquer une chute du produit réel. Le fait pour la banque centrale de renier sa promesse et donc de revenir sur sa politique annoncée peut être non seulement dans son intérêt mais également dans l'intérêt de la société.

Le régime PT peut en outre être coûteux lors de changements dans le niveau des prix provoqués par des changements de prix relatifs, par exemple l'augmentation des prix des matières premières par rapport aux prix des biens manufacturés. Dans ce cas, le régime PT obligerait la banque centrale à agir afin de faire baisser tous les prix de tous les biens et services afin de ramener le niveau des prix général à son sentier préétabli. Si certains de ces prix sont rigides, il en résultera des fluctuations accrues du produit réel. Face à des fluctuations persistantes des prix relatifs, il n'est plus optimal de viser à contrôler le niveau des prix général. Il pourrait être avantageux dans ce contexte de viser

à contrôler un indice des prix plus restreint (qui exclurait par exemple les matières premières), mais le choix de l'indice des prix optimal peut demander une connaissance très détaillée des rigidités de prix sectorielles.

Les recherches sur les avantages et désavantages du régime PT se poursuivent. Le bilan net des avantages d'un régime PT est une question quantitative, et la réponse est d'autant plus difficile que les preuves empiriques sont somme toute inexistantes. Face à l'inertie politique devant un changement radical du régime de la politique monétaire, je suis d'avis qu'il sera plus facile de convaincre les décideurs politiques de prendre une telle voie si la crise actuelle perdure et si les autres mesures possibles échouent. Avant l'arrivée de la crise, il aurait été presque inconcevable de prendre le risque d'un changement radical du régime de la politique monétaire avec des bénéfices escomptés plutôt modestes.

## Références

AMBLER, Steve. À paraître, « Price-Level Targeting and Stabilization Policy: A Survey », *Journal of Economic Surveys*.

Banque du Canada. 2006, « Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – note d'information », Ottawa, Banque du Canada.

CLARIDA, Richard, Jordi GALÍ et Marc GERTLER. 1999, « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, p. 1661-1707.

DOTSEY, Michael. 2006, « A Review of Inflation Targeting in Developed Countries ». *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, 3<sup>e</sup> trimestre, p. 10-20.

LAILER, David. 2007. « Better Late Than Towards a Systematic Review of Canada's Monetary Policy Regime », Commentaire numéro 252, C. D. Howe Institute.