

Cible de niveau des prix et politique de stabilisation : tour d'horizon

Steve Ambler*

- *La Banque du Canada dirige un programme de recherche dont l'objet est de déterminer quelles améliorations devraient être apportées, s'il y a lieu, au cadre de conduite de la politique monétaire canadienne.*
- *Une partie des travaux engagés porte sur les coûts et les avantages potentiels que comporterait l'abandon du régime de cibles d'inflation de la Banque au profit de la poursuite d'une cible basée sur le niveau général des prix.*
- *L'auteur passe en revue les arguments que les chercheurs de la Banque du Canada, d'autres banques centrales et du monde universitaire avancent en faveur ou à l'encontre de l'adoption d'une cible de niveau des prix.*
- *L'article résume quatre grands arguments favorables à l'établissement de ce type de cible et analyse certains enjeux rattachés à l'optimalité et à la mise en place d'un tel régime.*

En novembre 2006, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont annoncé la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation pour une période de cinq ans qui se terminera à la fin de 2011. Selon les termes de l'entente conclue, la Banque doit continuer de s'attacher à maintenir l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) à 2 %, c'est-à-dire au point médian d'une fourchette comprise entre 1 et 3 %. Dans la note d'information publiée lors du renouvellement de l'entente (Banque du Canada, 2006), la Banque a annoncé qu'elle entendait mener un programme de recherche ayant pour but de déterminer quelles améliorations devraient être apportées, s'il y a lieu, au cadre de conduite de la politique monétaire canadienne. Cette note d'information faisait ressortir deux grandes séries de questions. Les premières avaient trait à l'adoption éventuelle d'une cible d'inflation inférieure à 2 %; les secondes, à l'examen des coûts et des avantages que pourrait comporter l'abandon d'un régime de cibles d'inflation au profit d'une cible basée sur le niveau général des prix. Dans un régime de cibles d'inflation, la banque centrale s'emploie à maintenir le niveau d'un indicateur de l'inflation (tel le taux d'augmentation de l'IPC) près du taux visé. Dans un régime où le niveau des prix est le point de mire, elle a plutôt pour objectif de stabiliser le niveau des prix autour d'une trajectoire prédéfinie, ce qui l'amène à viser un taux d'inflation inférieur (supérieur) après une hausse (baisse) imprévue de l'inflation pour que le niveau des prix se réinscrive dans la trajectoire fixée¹.

* Centre Interuniversitaire sur le Risque, les Politiques Économiques et l'Emploi (CIRPÉE), Université du Québec à Montréal. L'auteur a rédigé cet article durant son séjour à la Banque du Canada comme conseiller spécial. Il tient à remercier pour leurs interventions utiles et leurs précieux commentaires Robert Amano, Agathe Côté, Serge Coulombe, Pierre Duguay, Tiff Macklem, Césaire Meh, Stephen Murchison et Mark Zelmer, mais également et surtout John Murray. Il assume l'entière responsabilité des erreurs qui pourraient subsister. Les opinions exprimées dans l'article sont les siennes et non celles de la Banque du Canada.

1 Dans un régime axé sur la poursuite d'une cible de niveau des prix, le niveau des prix n'est pas forcément stationnaire en longue période, puisque la trajectoire visée peut avoir une pente positive (laquelle détermine le taux d'inflation à long terme). En revanche, ce régime pousse la banque centrale à agir pour corriger les écarts du niveau des prix par rapport à cette trajectoire.

Le fait de s'engager à atteindre une cible de niveau des prix permet d'influer sur les attentes à l'égard du taux d'inflation futur et conduit à un meilleur arbitrage à court terme entre l'inflation et la production.

Le présent article aborde le second volet de questions à partir du vaste ensemble de travaux consacrés aux mérites et aux défauts respectifs des deux types de régime, en passant en revue les quatre grands arguments avancés en faveur des cibles de niveau des prix dans les études théoriques². La prochaine section résume les raisons habituellement invoquées à l'appui de ces cibles ou contre elles. Elle est suivie de l'analyse de trois des quatre principaux arguments qui militent, d'après les travaux récents, pour l'adoption d'une cible fondée sur le niveau des prix. En premier lieu, le fait de s'engager à atteindre une telle cible permet d'influer sur les attentes à l'égard du taux d'inflation futur et conduit à un meilleur arbitrage à court terme entre l'inflation et la production. Ensuite, établir une cible déterminée en fonction du niveau des prix peut, dans le cas d'une banque centrale incapable de prendre d'engagement quant à ses futures politiques, tenir lieu d'engagement jusqu'à un certain point, et contribuer de la sorte à améliorer la tenue de l'économie. Enfin, la poursuite d'une cible de niveau des prix est susceptible de limiter l'ampleur des erreurs de prévision et d'aider, donc, les entreprises à fixer leurs prix. La section suivante traite du quatrième argument avancé, à savoir qu'une cible basée sur le niveau des prix peut offrir un avantage si elle donne lieu à une réduction du degré d'indexation des contrats salariaux du fait qu'elle améliore la souplesse de réaction de l'économie aux chocs réels. L'avant-dernière section traite brièvement d'autres enjeux relatifs à ce type de régime. L'article se termine par la présentation de nos conclusions.

Les arguments pour et contre la poursuite d'une cible de niveau des prix

Le taux d'inflation visé par la Banque du Canada est actuellement de 2 %. Si le taux annualisé de l'inflation vient à dépasser ce chiffre durant la période en cours,

2 Les premières études sur le sujet remontent aussi loin que Keynes, Fisher et Wicksell. On trouvera chez Duguay (1994) un inventaire convaincant.

la cible de la Banque, sous le présent régime, reste inchangée dans l'avenir. Dans un régime axé sur la poursuite d'une cible fondée sur le niveau des prix, la Banque ramènerait plutôt le taux d'inflation visé sous la barre des 2 % jusqu'à ce que le niveau des prix lui-même retourne à son sentier de croissance initial³. La hausse inattendue de l'inflation se verrait neutralisée, ce qui n'est pas le cas dans le régime actuel. En effet, dans ce dernier régime, tout choc temporaire de l'inflation entraîne une modification permanente du sentier d'évolution du niveau des prix (phénomène qualifié de « dérive du niveau des prix ») et l'ensemble des chocs a un effet cumulatif sur le niveau des prix. Celui-ci devient de plus en plus difficile à prédire à mesure que s'allonge l'horizon de projection et devient même pratiquement imprévisible passé certaines lignes d'horizon.

La prévisibilité à long terme du niveau des prix qu'offre la cible de niveau des prix est précisément l'atout qui fonde l'attrait intuitif de ce régime de politique monétaire. En somme, la valeur réelle des paiements nominaux futurs fixés par contrat se trouve déterminée avec une plus grande certitude qu'en régime de cibles d'inflation⁴. Lorsque la cible est formulée en fonction du niveau des prix, les prix courants communiquent une information intertemporelle, puisque le prix des biens vendus aujourd'hui peut servir à prévoir le prix des biens de demain, comme le soutient Coulombe (1998a et b).

Ceci dit, pourquoi signe-t-on des contrats à long terme qui stipulent en valeur nominale les paiements à venir? Les causes de ce comportement ne font pas l'objet d'un large consensus parmi les économistes, mais la fréquence de ce genre de contrats est incontestable. Selon Fischer (1994), les avantages d'une diminution de l'incertitude à l'égard de la valeur réelle des paiements ne sont probablement pas énormes; s'ils l'étaient, les agents économiques privés pourraient facilement recourir à d'autres moyens (comme les obligations indexées et les contrats conditionnels) pour dissiper une part de leur incertitude sans qu'il y ait lieu de modifier le régime de politique monétaire. D'autres chercheurs déduisent de la fréquence du phénomène que ces moyens ont certainement un coût matériel pour les agents économiques. Ainsi, Howitt (2001) estime que l'incertitude du niveau des

3 Bien entendu, en cas de recul imprévu de l'inflation, la réaction de la banque centrale serait exactement l'inverse.

4 L'existence de contrats à long terme imparfaitement indexés et établis en termes nominaux modifie les effets des chocs subis par le niveau des prix sur la distribution de la richesse en régimes de cibles d'inflation et de cibles de niveau des prix. La question fait l'objet de travaux. Voir à ce sujet Doepke et Schneider (2006), Meh, Rios-Rull et Terajima (2008) ainsi que Meh et Terajima (2008).

prix en longue période représente l'une des conséquences les plus graves de l'inflation, en raison de ses effets très néfastes sur les contrats à long terme⁵.

Si la baisse de l'incertitude au sujet du niveau des prix est le motif généralement invoqué en faveur de l'adoption d'une cible de niveau des prix, l'objection classique consiste à souligner que pareille cible entraîne une variabilité accrue de l'inflation autant que de la production dans le court terme. Cet argument paraît tomber sous le sens. À la suite d'une hausse (réduction) temporaire inattendue de l'inflation dans un régime où le niveau des prix est pris pour cible, les autorités monétaires devront, dans un avenir rapproché, porter l'inflation au-dessous (au-dessus) du taux visé à long terme afin de ramener le niveau des prix sur la trajectoire établie. Ce faisant, elles accentueront la variabilité de l'inflation, compte tenu du niveau initial des prix. Comme la politique monétaire agit sur la demande globale, les autorités ne peuvent ramener le niveau des prix sur la trajectoire visée qu'en réduisant la demande globale par l'intermédiaire d'un relèvement des taux d'intérêt. Puisque la poursuite d'une cible d'inflation permet d'éviter ce type de réduction, il s'ensuit que la production fluctuerait également moins dans un tel régime.

On considère généralement que la poursuite d'une cible de niveau des prix constitue un compromis entre une meilleure prévisibilité du niveau des prix et une variabilité accrue des prix et de la production.

En résumé, on considère généralement que la poursuite d'une cible de niveau des prix constitue un compromis entre les avantages à long terme qu'apporte une meilleure prévisibilité du niveau des prix et les coûts à court terme découlant d'une variabilité accrue des prix et de la production. Cette opinion a été largement confortée par les modèles théoriques du début des années 1990, comme ceux de Lebow, Roberts et Stockton (1992) ou de Haldane et Salmon (1995). L'intérêt de plus récents travaux a été de montrer que les cibles de niveau des prix pouvaient en fait, dans certains cas, améliorer l'arbitrage à l'égard de la

5 De récentes études analysent, sur le plan du bien-être, les avantages associés à la diminution de l'incertitude entourant la valeur réelle des versements stipulés dans les contrats conclus en termes nominaux. Les chercheurs tiennent l'existence de ces contrats à long terme pour admise. Voir par exemple Doepke et Schneider (2006) ou Meh et Terajima (2008).

variabilité de l'inflation et de la production. Les efforts de recherche des dernières années ont visé à cerner la gamme de telles circonstances.

Politique monétaire optimale et anticipations prospectives

Pour l'essentiel, le cadre d'analyse moderne des cibles définies en fonction du niveau des prix repose sur les nouveaux modèles macroéconomiques keynésiens⁶. Ces modèles sont devenus un outil d'analyse indispensable de la politique monétaire dans les banques centrales et le milieu universitaire⁷. Ils placent en situation de concurrence monopolistique des entreprises qui fixent de façon optimale des prix qu'elles ne peuvent, par hypothèse, réviser à chaque période. Lorsqu'elles en ont l'occasion, ces entreprises corrigent leurs prix, mais en tenant compte de leur coût marginal de production. En outre, sachant qu'elles devront attendre plusieurs périodes avant de modifier leurs prix, elles formulent des prévisions sur l'évolution du niveau général des prix pendant la période durant laquelle leurs propres prix demeureront rigides. Dans ce genre de modèle, le comportement optimal des entreprises, tel qu'il émane de l'ensemble des entreprises, permet d'obtenir la « courbe de Phillips des nouveaux économistes keynésiens ». Celle-ci lie directement l'inflation en cours aussi bien aux coûts marginaux réels de production des entreprises qu'à leurs anticipations actuelles en matière d'inflation. À son tour, le coût marginal réel dépend, sous certaines conditions (voir Clarida, Galí et Gertler, 1999), de l'écart de production, donné par la différence entre le niveau de production globale en contexte de prix rigides et le niveau de production qui existerait si les prix étaient parfaitement flexibles⁸.

Le nouveau modèle keynésien peut servir à déterminer la politique monétaire optimale d'une banque centrale qui fixe les taux d'intérêt nominaux à court terme en vue d'atténuer la variabilité de l'inflation et

6 Se reporter à Clarida, Galí et Gertler (1999) pour un résumé détaillé du nouveau modèle keynésien type et son emploi dans la définition d'une politique monétaire optimale.

7 Le principal modèle prévisionnel utilisé actuellement par la Banque du Canada – TOTEM – est un nouveau modèle keynésien évolué. Murchison et Rennison (2006) en donnent une description fouillée.

8 L'équation peut s'écrire sous la forme suivante :

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \psi x_t + \mu_t$$

où π_t désigne l'écart de l'inflation par rapport à la cible ou à la tendance visée au temps t ; $E_t \pi_{t+1}$ correspond à l'écart attendu du taux d'inflation; x_t est l'écart de production; μ_t est un terme d'erreur qui regroupe les chocs liés à une hausse des coûts; et $0 < \beta < 1$ ainsi que $\psi > 0$ constituent des paramètres.

de l'écart de production⁹. Si la banque centrale peut s'engager à respecter une trajectoire donnée pour l'évolution future des taux d'intérêt et si le public pense qu'elle tiendra sa promesse (autrement dit, si l'engagement pris est crédible), la politique optimale intégrera dès lors comme caractéristique la stabilité à long terme du *niveau* même des prix¹⁰. Après un choc d'inflation par les coûts, la variation initiale de l'inflation sera inférieure à l'ampleur du choc lui-même, car la banque centrale modifiera le taux d'intérêt à court terme de façon à ce que l'évolution de la demande globale vienne contrer une partie de l'effet produit sur l'inflation. Dès que le choc se sera dissipé, l'inflation changera de signe et le niveau des prix sera progressivement ramené à la valeur qu'il affichait avant le choc. En fait, la banque centrale donnera l'impression de chercher à maîtriser directement le niveau des prix.

Le fait de s'engager à réduire l'inflation future permet d'améliorer l'arbitrage entre l'inflation et la production.

Comment le fait de s'engager à réduire l'inflation future peut-il être avantageux? Le raisonnement est simple. La force d'un tel engagement (pris en réaction à un choc lié à une hausse des coûts) est d'atténuer, y compris lorsque le choc est passé, les anticipations d'inflation que forment les agents dans le présent. Dans la nouvelle courbe de Phillips keynésienne, les attentes d'inflation et l'écart de production déterminent directement la valeur du taux d'inflation courant. L'arbitrage entre l'inflation et la production durant la période en cours s'en trouve facilité, si bien que la perte de production entraînée par les efforts d'endiguement de l'inflation est limitée. La persistance de l'inflation se voit réduite, par ricochet, de même que sa variabilité. Dans la nouvelle courbe de Phillips keynésienne, les anticipations prospectives en matière d'inflation jouent un rôle crucial en ce qu'elles influent sur le taux d'inflation courant et sont un facteur incontournable du résultat optimal qu'obtiendra la banque

9 Puisque la banque centrale ne peut, avec un seul instrument, éliminer entièrement les fluctuations de deux variables, elle minimise une fonction de perte fondée sur une moyenne pondérée des écarts quadratiques de l'inflation par rapport à la cible et de l'écart de production quadratique. Cette fonction de perte peut être construite, moyennant certaines hypothèses, sur le modèle de la fonction d'utilité d'un agent représentatif, comme l'explique Woodford (2003). L'inflation se répercute directement sur le bien-être économique parce qu'elle accroît la dispersion des prix parmi les entreprises et, partant, rend la production moins efficiente.

10 Résultat que Woodford (1999) mais aussi Clarida, Galí et Gertler (1999) furent les premiers à démontrer.

centrale dans ses efforts de neutralisation des chocs subis par le niveau des prix.

La politique monétaire optimale, lorsqu'il y a engagement, a en général la propriété d'être *incohérente sur le plan tempore*¹¹. En d'autres mots, il est de l'intérêt de la banque centrale (et dans l'intérêt de l'ensemble de la société si la banque centrale cherche à maximiser le bien-être social) de revenir sur ses engagements à l'égard de la trajectoire des taux d'intérêt qu'elle a annoncée. La banque peut en effet atteindre un niveau supérieur de bien-être en optant pour une autre politique optimale. Par contre, si de son côté la population se rend compte que la banque centrale serait justifiée de se dédire, il lui sera impossible de croire à la politique de l'institution sauf si cette dernière s'engage de manière crédible à respecter la trajectoire annoncée pour l'évolution des taux d'intérêt. L'incapacité d'une banque centrale à tenir ses engagements par rapport aux politiques affichées est propre à diminuer le niveau de bien-être qu'elle peut espérer obtenir.

Quelle est la politique optimale de la banque centrale si celle-ci n'est pas en mesure de prendre d'engagements à l'égard de ses futures politiques? (Il est fréquent de parler alors d'une « politique *discrétionnaire* optimale ».) On peut montrer que la règle de politique monétaire optimale est caractérisée par le fait que le taux d'inflation (partant, le taux d'intérêt à court terme que fixe la banque centrale) devrait varier selon l'ampleur de l'écart de production. Dans la situation évoquée, et contrairement à ce qui se passerait si la politique optimale était assortie d'un engagement, la banque centrale tolère qu'un choc lié à une hausse temporaire des coûts ait une incidence permanente sur le niveau des prix.

On peut par ailleurs demander à la banque centrale de se donner l'objectif de réduire les variations de la production et du *niveau* des prix, même si le bien-être économique véritable de la société dépend plutôt de la limitation des variations du couple production-inflation. Pour Howitt (2001), cela équivaut à lui ordonner d'imiter un « archer zen » en visant une cible qui n'est pas la cible véritable de la société¹².

Vestin (2006) a démontré dans ce contexte la validité d'un résultat étonnant. Dans un nouveau modèle

11 En matière d'incohérence temporelle des politiques publiques optimales, la référence est l'étude de Kydland et Prescott (1979).

12 Attribuer à la banque centrale un objectif différent de la véritable fonction de bien-être de la société est une méthode bien enracinée en macroéconomie. L'un des exemples les plus célèbres est celui de Rogoff (1985), qui propose un modèle dans lequel la nomination d'un banquier central « conservateur », mû plus que l'ensemble de la société par la volonté de juguler l'inflation, peut clairement donner de meilleurs résultats (taux d'inflation inférieur sans réduction concomitante du niveau moyen de production).

keynésien type, pour autant que les chocs d'inflation par les coûts soient provisoires, une banque centrale peut parvenir au même niveau de bien-être économique en régime de politique discrétionnaire que sous un régime assorti d'un engagement si elle emploie une fonction de perte qui dépend de l'importance des écarts du niveau des prix et dans laquelle le poids relatif des écarts est choisi convenablement. Assigner cette fonction de perte à la banque centrale revient à lui assigner un parfait équivalent de l'engagement. La fonction modifie les anticipations d'inflation comme le fait la politique monétaire optimale doublée d'un engagement. Après un choc positif d'inflation par les coûts, les anticipations diminuent, donnant lieu à une amélioration de l'arbitrage entre la variabilité de la production et la variabilité de l'inflation.

La validité du résultat de Vestin repose sur des hypothèses très restrictives : elle se verrait compromise si le choc postulé devait avoir la moindre persistance. Quoi qu'il en soit, il reste possible, dans un nombre beaucoup plus grand de circonstances, de surpasser les résultats obtenus par une politique monétaire discrétionnaire si l'on attribue à la banque centrale une cible exprimée en fonction du niveau général des prix.

Dans son étude fondatrice, Svensson (1999) inaugure un modèle dans lequel l'arbitrage de court terme entre la variabilité de la production et celle de l'inflation est amélioré en régime discrétionnaire. Son modèle s'inspire de la courbe de Phillips des nouveaux économistes classiques, caractérisée par le fait que le taux d'inflation courant doit tout autant aux attentes concernant l'inflation en cours formées pendant la période précédente qu'à l'écart de production. Sa principale conclusion est que, devant un écart de production persistant, l'arbitrage entre variabilité de l'inflation et variabilité de la production se trouve amélioré quand la banque centrale est dotée d'une cible de niveau des prix. Svensson modélise des anticipations d'inflation indirectement prospectives. Confrontée à un écart de production endogène qui persiste, la banque centrale peut réussir à influencer la manière dont s'effectuera l'arbitrage en modifiant l'écart de production existant. Plus cet écart est durable, plus la banque centrale est à même de le faire¹³.

Les attentes d'inflation prospectives sont incontournables ici, qu'elles soient directes ou indirectes. Dittmar et Gavin (2000) montrent que le remplacement de la

courbe de Phillips des nouveaux économistes classiques par celle des nouveaux économistes keynésiens permet, dans le modèle de Svensson (1999), de bonifier l'arbitrage, y compris lorsque l'écart de production est débarrassé de sa persistance endogène. Dans un récent article, Cover et Pecorino (2005) reprennent le modèle de base de Svensson (1999), mais formulent une hypothèse différente sur la chronologie des décisions de la banque centrale. À leurs yeux, l'institution doit choisir sa politique optimale avant de connaître l'ensemble des perturbations existantes. Dès lors, la demande globale au sein de l'économie a un rôle actif dans la détermination de l'équilibre macroéconomique, et le taux d'intérêt nominal qui aidera à atteindre la cible d'inflation de la banque centrale n'est plus simplement issu d'une équation de demande globale résolue en amont. Dans le modèle de Cover et Pecorino, la demande globale dépend du taux d'intérêt réel, c'est-à-dire du taux d'intérêt nominal diminué du niveau de l'inflation anticipée en se fondant sur l'information disponible. Ces auteurs en concluent essentiellement que la poursuite d'une cible de niveau des prix débouche sur un meilleur arbitrage, même avec un écart de production transitoire. En situation de choc d'inflation positif, le taux d'inflation attendu baisse, de sorte que les taux d'intérêt réels associés aux taux d'intérêt nominaux augmentent. La demande globale s'en voyant réduite, le taux d'inflation d'équilibre diminue dans la période courante.

Ball, Mankiw et Reis (2005) analysent un modèle au sein duquel la courbe de Phillips découle d'un environnement où les décideurs de prix payent l'information qui leur permet d'actualiser leur connaissance des conditions macroéconomiques. Ici, la courbe de Phillips se fonde sur les anciennes anticipations de l'inflation courante ainsi que sur l'écart de production, comme la courbe de Phillips des nouveaux économistes classiques. Semblables en cela à Cover et Pecorino (2005), Ball, Mankiw et Reis postulent que la banque centrale décide de sa politique monétaire avant d'observer les chocs en cours. Mener une politique optimale couplée à un engagement conduit, montrent-ils, à stabiliser le niveau des prix, une conclusion analogue à celle qu'on trouve chez Clarida, Galí et Gertler (1999) et chez Woodford (1999) pour les nouveaux modèles keynésiens¹⁴. Ball, Mankiw et Reis soulignent que la réduction des erreurs de prévision des décideurs de prix explique les avantages que

13 Il est possible de montrer que l'adoption d'une cible définie en fonction du niveau des prix n'apporte pas le moindre avantage supplémentaire à la banque centrale si la production doit son maintien à une cause purement exogène (par exemple, à un terme d'erreur persistant dans l'équation de la courbe de Phillips).

14 Nous supposons que, dans leur cadre tout comme dans les nouveaux modèles keynésiens, le fait d'assigner une cible de niveau des prix à une banque centrale qui ne peut s'engager à l'égard de sa conduite future se traduirait également par une amélioration du bien-être.

présente la poursuite d'une cible basée sur le niveau des prix.

Conclusion de contrats, indexation et cibles de niveau des prix

La plupart des études où l'on compare régime de cibles d'inflation et régime de cibles de niveau des prix tiennent pour donnés le type et le degré de rigidité nominale. Il importe de noter que le mode précis de détermination des prix dans les nouveaux modèles keynésiens est imposé par hypothèse. Toute comparaison des deux régimes dans laquelle le type de rigidité nominale est supposé invariable prête le flanc à la critique formulée par Lucas (1976). Barnett et Engineer (2001, p. 155) font remarquer que :

Les économistes n'ont pas encore examiné comment la politique monétaire influe de manière endogène sur la conclusion de contrats et sur les attentes. Par exemple, le modèle de Calvo (1983) est utilisé dans le schéma d'analyse des nouveaux économistes keynésiens, et pourtant, on ne sait pas trop si ce modèle d'établissement des prix est optimal à la fois en régime de ciblage de l'inflation et en régime de ciblage du niveau des prix. De même, il se pourrait que les contrats salariaux et financiers revêtent des formes bien différentes selon les régimes de politique monétaire.

Patrick Minford et divers collaborateurs approfondissent la question dans une série d'articles (Minford, 2004; Minford, Nowell et Webb, 2003; Minford et Peel, 2003). Dans les modèles qu'ils proposent, les ménages ne peuvent s'assurer contre les fluctuations de leur salaire réel; ils sont donc fortement incités à les atténuer. Le degré d'indexation de leur salaire nominal à l'équilibre est par ailleurs endogène et peut être tributaire du régime de politique monétaire en place. Minford et ses coauteurs concluent que lorsque la cible est exprimée en fonction du niveau des prix, le degré d'indexation optimal est moins élevé, ce qui peut être source d'importants gains de bien-être. La supériorité de ce type de cible découle de la réduction des fluctuations du salaire réel liées aux chocs monétaires.

En régime de cibles de niveau des prix, le degré optimal d'indexation salariale est moins élevé, ce qui peut être source d'importants gains de bien-être.

Amano, Ambler et Ireland (2007) élaborent un modèle où les salaires nominaux sont rigides et où le degré d'indexation par rapport aux variations imprévues du niveau des prix est endogène. Ils montrent, tout comme Minford et ses collaborateurs, que le degré optimal d'indexation salariale est moindre avec une cible de niveau des prix. Toutefois, le gain de bien-être observé tient à un mécanisme différent dans leur modèle : l'économie réagit mieux aux chocs réels, de sorte que le marché du travail tend vers un équilibre walrasien¹⁵.

Autres aspects

Cible de niveau des prix et borne du zéro

Le programme de recherche que la Banque du Canada a annoncé en novembre 2006 se proposait d'examiner à la fois les conséquences d'une réduction de la cible d'inflation et les avantages potentiels de l'adoption d'une cible fondée sur le niveau des prix. Les deux séries de questions sont de fait étroitement apparentées. Un argument souvent invoqué contre l'abaissement de la cible d'inflation est la possibilité que les taux d'intérêt nominaux à court terme se heurtent à ce qu'on appelle la « borne du zéro » : la banque centrale ne peut en effet faire passer son taux directeur sous zéro parce qu'il existe un autre actif — l'argent liquide — dont le taux d'intérêt nominal n'est jamais négatif. Si un recul considérable de l'inflation devait dicter l'application d'une politique monétaire plus expansionniste, la borne du zéro pourrait restreindre la capacité d'action des autorités monétaires.

Les avantages qu'est susceptible de présenter un régime axé sur le niveau des prix à proximité de la barre du zéro ne sont pas purement théoriques. Au moment où nous écrivons ces lignes (mars 2009), plusieurs grandes banques centrales ont rapproché leur taux directeur de zéro et s'emploient à trouver des façons d'accentuer encore la détente monétaire. L'un des moyens considérés est la poursuite de cibles

¹⁵ On entend par équilibre walrasien une situation où chacun des marchés est parfaitement concurrentiel et où tous les prix et salaires s'ajustent simultanément jusqu'à égaliser l'offre et la demande sur la totalité des marchés.

définies en fonction du niveau général des prix¹⁶. Si, en régime de cibles d'inflation, on s'attend à ce que le taux d'inflation s'établisse à zéro ou près de zéro pendant une longue période avant de remonter au bas niveau visé, la moyenne de l'inflation anticipée sur la période avoisinera zéro. Mais dès lors que les autorités s'engagent de manière crédible à maintenir le niveau des prix sur une trajectoire déterminée, cette moyenne sera égale à la pente de cette trajectoire (c'est-à-dire au taux d'inflation à long terme). En supposant le même sentier d'évolution des taux d'intérêt nominaux à court terme, le taux d'intérêt réel à long terme se trouvera diminué de l'écart entre les taux d'inflation attendus moyens, ce qui poussera à la hausse la demande globale.

En régime de cibles de niveau des prix, la politique monétaire a plus de mordant au voisinage de la barre du zéro.

Certains auteurs avancent que, pour une valeur donnée du taux d'inflation cible, la mise en place d'un régime qui définit pour l'évolution du niveau des prix un sentier dont la pente équivaut dans le long terme à ce taux permettrait peut-être d'éviter que le taux directeur n'ait à descendre jusqu'à zéro. Leur raisonnement est simple : si le régime en question est crédible, on s'attendra à ce qu'un épisode de baisse de l'inflation soit suivi d'une période où le taux d'inflation sera supérieur à la moyenne afin de ramener le niveau des prix sur sa trajectoire prédéterminée. Grâce au relèvement des attentes d'inflation, la diminution souhaitée du taux d'intérêt réel — courroie de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle — nécessitera une réduction du taux directeur moins forte que dans le cas où les attentes demeurent à peu près constantes. C'est pour cette raison qu'en régime de cibles de niveau des prix, la politique monétaire a plus de mordant au voisinage de la barre du zéro.

16 Voici par exemple ce qu'écrit Mankiw (2008) [*traduction*] : « Supposons que la Réserve fédérale américaine réduise à nouveau le taux des fonds fédéraux, le ramenant à 25 points de base. Et supposons aussi qu'elle annonce au même moment un changement important, à savoir l'établissement d'une trajectoire cible pour l'évolution du niveau général des prix, mesuré par l'IPC hors alimentation et énergie. La trajectoire définie équivaudrait à une hausse annuelle de, disons, 2 ou 3 % du niveau des prix. La Réserve fédérale promet de ne pas relever son taux directeur au cours des douze mois à venir et de le maintenir par la suite à ce plancher tant que le niveau des prix restera nettement inférieur à la trajectoire fixée. Il est essentiel que la promesse donnée soit crédible. Pour que les taux d'intérêt réels à long terme diminuent, la Réserve fédérale doit convaincre les marchés qu'elle est déterminée à combattre avec vigueur toute déflation et que si les prix reculent temporairement, elle compensera leur baisse par une inflation plus forte dans l'avenir [...] Les économistes monétaires verront dans sa stratégie une politique de ciblage du niveau des prix plutôt que de l'inflation ».

Eggertsson et Woodford (2003) ainsi que Wolman (2005) ont analysé avec rigueur les implications d'un tel régime pour la contrainte qu'exerce la borne du zéro. Ces deux articles arrivent à la conclusion que la poursuite d'une cible de niveau des prix peut aider l'économie à surmonter le problème soulevé par la borne du zéro.

Dérive du niveau des prix et anticipations non prospectives

La courbe de Phillips type des nouveaux économistes keynésiens ne permet pas de rendre compte de l'inertie de l'inflation, lacune que Fuhrer et Moore (1995) ont été les premiers à signaler. Les économistes pallient souvent cette carence empirique en insérant le taux d'inflation passé dans la courbe de Phillips. Pour justifier la présence de cette variable, ils font d'ordinaire valoir qu'une proportion des entreprises fixent leurs prix sur la base de l'inflation passée plutôt qu'en fonction d'anticipations rationnelles concernant l'inflation future (voir Galí et Gertler, 1999, entre autres auteurs).

De façon générale, une certaine dérive du niveau des prix serait optimale d'après les modèles qui incluent des valeurs passées de l'inflation, et ce, même quand la banque centrale peut s'engager à suivre une politique déterminée dans l'avenir. Steinsson (2003) le démontre bien à l'aide d'un modèle dans lequel une proportion des entreprises fixent un prix égal au niveau moyen des prix pratiqués au cours de la période précédente, corrigé pour tenir compte des valeurs passées de l'inflation et de l'écart de production. L'auteur montre que plus la proportion des décideurs de prix ayant un comportement non prospectif est élevée, plus l'ampleur de la réaction de la banque centrale requise, à l'optimum, pour contrebalancer les variations imprévues de l'inflation est faible.

Pourquoi n'est-il pas optimal d'éliminer la dérive des prix en présence d'anticipations non prospectives? Selon les nouveaux modèles keynésiens, le niveau général des prix se modifie parce que les entreprises qui en ont la possibilité révisent leurs prix à la production. Il en résulte une distorsion des prix relatifs nuisible à l'efficacité de la production¹⁷. Si la banque centrale tente de ramener les prix à leur niveau ou sentier initial, il se peut que les firmes dont les prix relatifs diffèrent des prix d'équilibre ne puissent les ajuster et que celles dont les prix sont conformes au

17 Consulter Ambler (2007-2008) pour en savoir davantage.

sentier d'équilibre s'en trouvent évincées. Minford (2004) pose le problème en ces termes [traduction] :

L'élément décisif pour les agents est la probabilité qu'ils soient en mesure de réviser leurs prix. Si cette probabilité est faible (comme on le suppose habituellement), il vaut mieux laisser les prix au niveau où ils se situent alors, car il n'est guère probable que les agents ayant ajusté leurs prix puissent faire marche arrière. Si elle est élevée (supérieure à 50 %), il pourrait valoir la peine d'essayer de ramener les prix à leur niveau antérieur, puisqu'il y a de bonnes chances que les agents concernés annulent leurs modifications de prix. Le seuil critique est 50 %; en deçà de ce seuil, il est optimal de maintenir les prix en l'état.

Il est possible que la correction des variations imprévues du niveau des prix accentue simplement les distorsions dans la structure des prix relatifs. Plus les anticipations sont adaptatives, plus les avantages retirés à court terme d'une amélioration de l'arbitrage entre la production et l'inflation sont minces, de sorte qu'il devient optimal de ne pas compenser entièrement la variation initiale du niveau des prix, et ce, afin de limiter l'ampleur des distorsions.

Ciblage de l'inflation moyenne

Une façon simple de faire varier le degré de dérive des prix en régime de politique monétaire discrétionnaire consiste à prendre pour cible une moyenne mobile des taux d'inflation actuel et passés plutôt que le taux d'inflation courant. En allongeant la période de calcul de la moyenne mobile, on réduit la dérive induite à long terme par une variation inattendue du niveau des prix. Lorsque la période tend vers l'infini, la dérive disparaît intégralement, et le niveau des prix devient stationnaire.

D'après Nessén et Vestin (2005), en régime discrétionnaire, le ciblage de l'inflation moyenne peut donner de meilleurs résultats que la poursuite d'une cible d'inflation dans un modèle prospectif. Cependant, le ciblage du niveau des prix domine encore dans un modèle entièrement prospectif. Cela n'a rien d'étonnant : Vestin (2006) montre en effet que si l'on assigne une pondération appropriée aux fluctuations du niveau des prix, l'application d'une règle axée sur une cible de niveau des prix conduit à l'optimum obtenu en régime d'engagement. Fait à noter, Nessén et Vestin démontrent que le ciblage de l'inflation moyenne peut l'emporter sur les deux autres approches (cible d'inflation et cible de niveau des prix) en certaines

circonstances, à condition que la proportion des décideurs de prix adoptant un comportement non prospectif soit positive mais pas trop élevée. Cette proportion est déterminante pour le choix de la longueur de la période de calcul de l'inflation moyenne propre à donner les meilleurs résultats. Dans certains cas, le ciblage de l'inflation moyenne produit des résultats très proches de ceux que l'on obtient avec une politique monétaire optimale en régime d'engagement. Toutefois, si la proportion des entreprises qui fixent leurs prix en fonction de l'inflation passée est trop forte, le gain de bien-être devient alors plus grand avec une cible d'inflation qu'avec une cible de niveau des prix.

D'après des travaux récents, le ciblage de l'inflation moyenne peut l'emporter sur les deux autres approches (cible d'inflation et cible de niveau des prix) en certaines circonstances.

Les résultats de Nessén et Vestin concernant le ciblage de l'inflation moyenne sont en lien direct avec les travaux menés sur les cibles hybrides¹⁸. Dans ces travaux, la fonction de perte que doit minimiser la banque centrale repose sur une moyenne pondérée des déviations du niveau des prix et de l'inflation par rapport au sentier visé. L'attribution d'une pondération positive aux déviations du niveau des prix implique l'absence de dérive des prix à très long terme, mais modifie, selon les pondérations relatives des deux types de déviation, la vitesse à laquelle le niveau des prix est ramené à la trajectoire cible. La fonction de perte peut être modulée de façon à rendre les comportements de l'inflation et des prix à court et à moyen terme très similaires à ceux observés en régime de ciblage de l'inflation moyenne. Le schéma de pondération qui donne lieu aux gains de bien-être les plus importants est une fonction complexe des paramètres du modèle. Pour certaines valeurs des paramètres, la poursuite d'une cible hybride l'emporte tant sur un régime de cibles d'inflation que sur un régime de cibles de niveau des prix. Tout comme dans le cas du ciblage de l'inflation moyenne, il en est ainsi lorsque ni les décideurs de prix ayant un comportement prospectif ni les autres ne forment une majorité.

18 Voir Batini et Yates (2003) ainsi que Cecchetti et Kim (2005).

Quel indice des prix retenir en présence de mouvements prolongés des prix relatifs?

La plupart des modèles ayant servi à étudier les coûts et les avantages de l'adoption d'une cible fondée sur le niveau général des prix comportent un seul secteur des biens ou un petit nombre de secteurs. Les variations de prix relatifs qui y sont représentées concernent des biens différenciés au sein de secteurs distincts et sont inefficaces de nature. L'analyse menée au moyen de ces modèles omet les mouvements prolongés que les prix relatifs peuvent enregistrer dans de vastes catégories de biens telles que les produits de base et les biens manufacturés. La volatilité de certaines composantes de l'IPC a amené les banques centrales comme la Banque du Canada à élaborer des mesures de l'inflation fondamentale dont ces composantes sont exclues. La cible officielle de la Banque demeure certes le taux d'augmentation de l'IPC, mais l'évolution de l'inflation fondamentale est suivie de près et constitue l'un des nombreux indicateurs des pressions qui s'exercent sur l'inflation à court et à moyen terme.

Ortega et Rebei (2006) abordent la question dans un cadre multisectoriel. Ils analysent aussi les mérites relatifs de la poursuite d'une cible d'inflation, d'une cible de niveau des prix et d'une cible mixte, reposant sur une moyenne pondérée. Ils construisent pour leurs besoins un modèle de petite économie ouverte, représentatif de l'économie canadienne et doté de deux secteurs : l'un produit des biens échangeables sur le plan international et l'autre des biens non échangeables. Les prix nominaux, tout comme les salaires nominaux, sont rigides dans les deux secteurs; pour leur part, les producteurs de biens échangeables pratiquent des prix différents sur le marché intérieur et sur le marché d'exportation. Le régime ciblant le niveau des prix ne l'emporte pas clairement sur le régime de cibles d'inflation, et il est difficile d'établir quelles hypothèses clés du modèle sont à l'origine des résultats. Aoki (2001) propose un modèle un peu plus simple, qui comporte lui aussi deux secteurs : dans l'un, les prix sont flexibles et les entreprises évoluent dans un contexte de concurrence parfaite, alors que dans l'autre, les prix sont rigides et les entreprises se trouvent en situation de concurrence monopolistique. L'auteur constate que dans ce cadre, la politique monétaire optimale implique une stabilisation complète de l'inflation uniquement dans le secteur à prix rigides. Si une modification des prix relatifs s'impose en vue d'atténuer les fluctuations de l'écart de production, le fardeau de l'ajustement

retombe entièrement sur le secteur où les prix ne sont pas rigides.

Bien qu'Erceg, Henderson et Levin (2000) ne s'attendent pas au choix de l'indice des prix, leurs résultats sont instructifs. Le modèle qu'ils utilisent est de nature prospective et comporte des rigidités nominales des salaires et des prix. Erceg, Henderson et Levin montrent qu'il est optimal de prendre pour cible une moyenne pondérée de l'inflation salariale et de l'inflation des prix, dans laquelle le poids de l'inflation salariale par rapport à celle des prix est fonction du degré de rigidité moyen des salaires nominaux par rapport à celui des prix nominaux. Leurs résultats cadrent avec ceux d'Aoki et peuvent être interprétés comme une généralisation des siens, puisque le degré de rigidité relatif des prix et des salaires est variable dans leur modèle.

La politique monétaire devrait chercher à stabiliser les prix qui sont relativement rigides et laisser les prix relativement flexibles supporter le poids de l'ajustement.

Il ressort de tous ces travaux que les autorités monétaires devraient s'employer principalement (mais pas exclusivement) à réduire les fluctuations des prix qui sont relativement rigides et laisser les prix relativement flexibles supporter le poids de l'ajustement. Un tel compromis faciliterait l'ajustement des prix relatifs entre les grandes catégories de biens tout en modérant les variations inefficaces des prix relatifs entre les producteurs d'une même catégorie de biens en contexte de concurrence monopolistique. Même si la Banque du Canada ne prend pas directement pour cible l'inflation fondamentale, le suivi attentif d'une composante moins volatile de l'indice global des prix va dans le sens de ce résultat.

La conclusion voulant que les variations imprévues de l'inflation survenues dans le passé ne soient pas corrigées n'est pas étrangère à l'analyse exposée ici. S'il est vrai que dans la majorité des nouveaux modèles keynésiens, les entreprises produisent un seul bien final homogène, le mode d'établissement des prix est en revanche alimenté par les prix de biens intermédiaires différenciés, que fabriquent des firmes placées en situation de concurrence monopolistique. Ces firmes ont des fonctions de production identiques, elles sont toutes touchées de la même manière

par les chocs technologiques globaux, et leurs biens interviennent dans la fonction de production finale de l'économie de façon identique. Cependant, comme elle n'arrêtent pas toutes leurs prix au même moment (le processus est échelonné dans le temps), elles se fondent sur des informations différentes et ne fixent pas nécessairement des prix identiques¹⁹. En règle générale, il ne serait pas optimal d'inciter les entreprises qui sont en train de revoir leurs prix à les réduire afin de faire contrepoids aux renchérissements inattendus observés au cours des périodes précédentes.

Conclusions

Le Tableau 1 résume les principaux résultats des récentes recherches effectuées sur les cibles de niveau des prix. La poursuite d'une cible basée sur le niveau des prix a pour grand avantage d'améliorer l'arbitrage entre la production et l'inflation en présence d'anticipations prospectives, de sorte qu'il est moins coûteux de réduire l'inflation courante. Les anticipations peuvent être directement prospectives, comme dans la courbe de Phillips type des nouveaux économistes keynésiens, ou l'être indirectement, comme dans le modèle de Svensson (1999) — où la persistance de la production est endogène — ou encore comme chez Cover et Pecorino (2005) ainsi que Ball, Mankiw et Reis (2005) — où les anticipations prospectives influent sur l'équilibre. Dans ces circonstances, le niveau des prix est stationnaire, à l'optimum, quand la banque centrale peut s'engager sur sa conduite future, et le choix d'une cible de niveau des prix peut donner des résultats supérieurs en régime discrétionnaire. Si l'information est coûteuse, comme dans le modèle de Ball, Mankiw et Reis, la poursuite d'une telle cible peut être bénéfique du moment qu'elle fait diminuer l'ampleur moyenne des erreurs de prévision. Lorsque le mode d'établissement des prix et des salaires dépend du régime de politique monétaire, elle peut limiter l'incitation à recourir à des clauses d'indexation salariale et favoriser une meilleure tenue de l'économie face aux chocs réels. Enfin, en contexte de faible inflation tendancielle, l'adoption d'une cible fondée sur le niveau des prix peut contribuer à atténuer les difficultés que soulève l'impossibilité de baisser les taux d'intérêt nominaux sous zéro. Une certaine dérive des prix ne devient optimale qu'à condition que la fixation des prix repose sur un comportement non prospectif qui ne tient pas compte de la structure du modèle. Et même dans ce cas, un régime purement axé sur le niveau des prix

peut s'avérer supérieur à un pur régime de cibles d'inflation si la proportion des décideurs de prix ayant un comportement non prospectif n'est pas trop élevée.

Tableau 1 : Arguments pour et contre la poursuite d'une cible de niveau des prix

Arguments militant en faveur de ce type de cible	
Cas de figure	Avantage
<ul style="list-style-type: none"> le comportement des décideurs de prix est prospectif la banque centrale ne peut s'engager sur sa conduite future 	<ul style="list-style-type: none"> la stabilité des prix est optimale la poursuite d'une cible de niveau des prix peut suppléer à l'absence d'engagement
<ul style="list-style-type: none"> l'actualisation de l'information est coûteuse le degré d'indexation est endogène 	<ul style="list-style-type: none"> les erreurs de prévision sont moins importantes l'économie réagit mieux aux chocs réels
<ul style="list-style-type: none"> l'inflation tendancielle est faible 	<ul style="list-style-type: none"> les problèmes liés à la borne du zéro sont atténués
<ul style="list-style-type: none"> les prix sont flexibles dans certains secteurs 	<ul style="list-style-type: none"> il est optimal de prendre pour cible un indice des prix des secteurs à prix rigides
Arguments militant contre ce type de cible	
Cas de figure	Désavantage
<ul style="list-style-type: none"> le comportement d'une proportion des décideurs de prix n'est pas prospectif 	<ul style="list-style-type: none"> une certaine dérive des prix est optimale
<ul style="list-style-type: none"> des variations persistantes des prix relatifs sont nécessaires 	<ul style="list-style-type: none"> il est sous-optimal de prendre pour cible le niveau général des prix

Le comportement non prospectif qui est pris pour hypothèse dans les modèles actuels fournit un moyen commode de générer le degré de persistance de l'inflation qui ressort des données. Mais il constitue aussi le trait théorique le moins satisfaisant des nouveaux modèles keynésiens. Il y a lieu de s'interroger sur la valeur de recommandations dont le bien-fondé repose sur des hypothèses de modélisation *ad hoc* qui ne sont pas plus à l'abri de la critique de Lucas que ne l'étaient les générations antérieures de modèles macroéconomiques. Par exemple, les schémas non prospectifs postulés dans les nouveaux modèles macroéconomiques keynésiens n'accordent aucun poids aux annonces des autorités monétaires. On devrait en fait pouvoir y intégrer des règles d'établissement des prix qui tiennent compte des annonces crédibles des autorités, même si elles ne sont pas entièrement conciliables avec la rationalité des anticipations.

Dès lors que les anticipations adaptatives font partie intégrante des nouveaux modèles keynésiens (malgré l'absence de fondements microéconomiques solides et leur vulnérabilité à la critique de Lucas), la politique monétaire optimale comportera une certaine dérive du niveau des prix face aux variations inattendues

19 La dispersion des prix d'une entreprise à l'autre est l'un des principaux coûts de l'inflation dans les nouveaux modèles keynésiens. Ambler (2007-2008) traite de la question.

de l'inflation. L'analyse d'un régime de ciblage de l'inflation moyenne (p. 28) a permis de montrer qu'on peut faire varier l'ampleur de la dérive provoquée par les chocs exogènes en assignant à la banque centrale une fonction objectif où une moyenne mobile des taux d'inflation passés (plutôt que le taux d'inflation actuel) est prise pour cible. L'un des atouts importants d'un tel régime serait qu'il contribuerait à simplifier la manière dont la banque centrale communique sa politique au secteur privé et à limiter au maximum les modifications qu'elle devrait apporter à sa stratégie de communication en cas de remplacement de la cible d'inflation par une cible de niveau des prix²⁰. Les recherches à venir devraient notamment s'attacher à comparer le niveau de bien-être économique obtenu

20 En suivant les fluctuations mensuelles du taux d'inflation calculé en glissement annuel, les banques centrales dotées d'une cible d'inflation prennent déjà pour cible une moyenne mobile sur douze mois des taux d'inflation mensuels. Le fait de modifier le nombre de termes servant au calcul de la moyenne mobile pourrait simplifier grandement le passage à un nouveau régime.

dans un régime discrétionnaire de ciblage de l'inflation moyenne et celui atteint en régime d'engagement.

Les travaux passés en revue ont tous un caractère normatif en ce qu'ils visent à cerner la politique monétaire optimale; leurs conclusions diffèrent largement selon que l'on suppose ou non que la banque centrale peut s'engager à l'égard de sa conduite future. Par conséquent, il importe de savoir quelle hypothèse – régime discrétionnaire ou régime d'engagement – décrit le mieux le comportement véritable des autorités monétaires. Cette question est vivement débattue dans la littérature. Le niveau général des prix ne semble pas avoir été stationnaire dans les pays ayant opté pour une cible d'inflation. On ne sait si cet état de choses s'explique par un comportement discrétionnaire de la part des banques centrales ou par le fait qu'elles prennent leurs décisions sur la base de modèles où les anticipations des décideurs de prix ne sont pas prospectives.

Ouvrages et articles cités

- Amano, R., S. Ambler et P. Ireland (2007). *Price-Level Targeting, Wage Indexation and Welfare*, communication présentée au séminaire intitulé « Nouveaux développements en politique monétaire » et tenu conjointement par la Banque du Canada et le Centre Interuniversitaire sur le Risque, les Politiques Économiques et l'Emploi (CIRPÉE), Montréal, 25 et 26 octobre.
- Ambler, S. (2007-2008). « Les coûts de l'inflation dans les nouveaux modèles keynésiens », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 5-16.
- Aoki, K. (2001). « Optimal Monetary Policy Responses to Relative-Price Changes », *Journal of Monetary Economics*, vol. 48, n° 1, p. 55-80.
- Ball, L., N. G. Mankiw et R. Reis (2005). « Monetary Policy for Inattentive Economies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, n° 4, p. 703-725.
- Banque du Canada (2006). *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information*, Ottawa, Banque du Canada. Internet : http://www.banqueducanada.ca/fr/presse/background_nov06-f.pdf.
- Barnett, R., et M. Engineer (2001). « Quand convient-il de prendre le niveau des prix pour cible? », *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, actes d'un séminaire tenu à la Banque du Canada en juin 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 117-167.
- Batini, N., et A. Yates (2003). « Hybrid Inflation and Price-Level Targeting », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n° 3, p. 283-300.
- Calvo, G. A. (1983). « Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, n° 3, p. 383-398.
- Cecchetti, S. G., et J. Kim (2005). « Inflation Targeting, Price-Path Targeting, and Output Variability », *The Inflation-Targeting Debate*, sous la direction de B. S. Bernanke et M. Woodford, Chicago, University of Chicago Press, coll. « National Bureau of Economic Research Studies in Business Cycles », vol. 32, p. 173-195.
- Clarida, R., J. Galí et M. Gertler (1999). « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, n° 4, p. 1661-1707.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Coulombe, S. (1998a). « La nature intemporelle de l'information véhiculée par le système de prix », *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1997, Ottawa, Banque du Canada, p. 3-30.
- (1998b). *A Non-Paradoxical Interpretation of the Gibson Paradox*, document de travail n° 98-22, Banque du Canada.
- Cover, J. P., et P. Pecorino (2005). « Price and Output Stability under Price-Level Targeting », *Southern Economic Journal*, vol. 72, n° 1, p. 152-166.
- Dittmar, R., et W. T. Gavin (2000). « What Do New-Keynesian Phillips Curves Imply for Price-Level Targeting? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 82, n° 2, p. 21-30.
- Doepke, M., et M. Schneider (2006). « Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth », *Journal of Political Economy*, vol. 114, n° 6, p. 1069-1097.
- Duguay, P. (1994). *Some Thoughts on Price Stability versus Zero Inflation*, communication présentée à un colloque sur l'indépendance et la responsabilité des banques centrales, Université Bocconi, Milan, mars.
- 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. 139-211.
- Erceg, C. J., D. W. Henderson et A. T. Levin (2000). « Optimal Monetary Policy with Staggered Wage and Price Contracts », *Journal of Monetary Economics*, vol. 46, n° 2, p. 281-313.
- Fischer, S. (1994). « Modern Central Banking », *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, sous la direction de F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer et N. Schnadt, Cambridge, Cambridge University Press, p. 262-308.
- Fuhrer, J., et G. Moore (1995). « Inflation Persistence », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, n° 1, p. 127-159.
- Galí, J., et M. Gertler (1999). « Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis », *Journal of Monetary Economics*, vol. 44, n° 2, p. 195-222.
- Haldane, A. G., et C. K. Salmon (1995). « Three Issues on Inflation Targets », *Targeting Inflation*, sous la direction de A. G. Haldane, actes d'un colloque des banques centrales sur l'utilisation des cibles d'inflation tenu par la Banque d'Angleterre en mars, Londres, Banque d'Angleterre, p. 170-201.
- Howitt, P. (2001). Commentaire relatif à l'étude intitulée « Qu'avons-nous appris au sujet de la stabilité des prix? », de M. Parkin, *La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire*, actes d'un séminaire tenu à la Banque du Canada en juin 2000, Ottawa, Banque du Canada, p. 303-309.
- Kydland, F. E., et E. C. Prescott (1979). « Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n° 3, p. 473-492.
- Lebow, D. E., J. M. Roberts et D. J. Stockton (1992). *Economic Performance under Price Stability*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 1992-125.
- Lucas, R. E., Jr. (1976). « Econometric Policy Evaluation: A Critique », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 1, n° 1, p. 19-46.
- Mankiw, N. G. (2008). « What Is the Fed to Do? », *Greg Mankiw's Blog*. Internet : <http://gregmankiw.blogspot.com/2008/11/what-is-fed-to-do.html> (consulté le 10 mars 2009).
- Meh, C. A., J.-V. Ríos-Rull et Y. Terajima (2008). *Aggregate and Welfare Effects of Redistribution of Wealth under Inflation and Price-Level Targeting*, document de travail n° 2008-31, Banque du Canada.
- Meh, C. A., et Y. Terajima (2008). *Inflation, Nominal Portfolios, and Wealth Redistribution in Canada*, document de travail n° 2008-19, Banque du Canada.

- Minford, P. (2004). *Monetary Policy—Should It Move onto a Price Level Target?*, conférence commémorative A. W. Phillips prononcée devant l'association des économistes de la Nouvelle-Zélande, juillet.
- Minford, P., E. Nowell et B. Webb (2003). « Nominal Contracting and Monetary Targets – Drifting into Indexation », *The Economic Journal*, vol. 113, n° 484, p. 65-100.
- Minford, P., et D. Peel (2003). « Optimal Monetary Policy: Is Price-Level Targeting the Next Step? », *Scottish Journal of Political Economy*, vol. 50, n° 5, p. 650-667.
- Murchison, S., et A. Rennison (2006). *ToTEM: The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model*, rapport technique n° 97, Banque du Canada.
- Nessén, M., et D. Vestin (2005). « Average Inflation Targeting », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, n° 5, p. 837-863.
- Ortega, E., et N. Rebei (2006). *The Welfare Implications of Inflation versus Price-Level Targeting in a Two-Sector, Small Open Economy*, document de travail n° 2006-12, Banque du Canada.
- Rogoff, K. (1985). « The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 100, n° 4, p. 1169-1189.
- Steinsson, J. (2003). « Optimal Monetary Policy in an Economy with Inflation Persistence », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n° 7, p. 1425-1456.
- Svensson, L. E. O. (1999). « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31, n° 3, p. 277-295.
- Vestin, D. (2006). « Price-Level versus Inflation Targeting », *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n° 7, 1361-1376.
- Wolman, A. L. (2005). « Real Implications of the Zero Bound on Nominal Interest Rates », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, n° 2, p. 273-296.
- Woodford, M. (1999). *Optimal Monetary Policy Inertia*, document de travail n° 7261, National Bureau of Economic Research.
- (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.