

[Text]

It is possible that monetary policy has some other long-run effects too. It is possible that it affects the growth rate and the unemployment rate. If it does, the evidence suggests that these effects are weak; they are not large effects or strong effects. Also, to the extent that the evidence is in, it suggests that keeping inflation as close to zero as you can does the best job possible in the long run as regards achieving the most rapid rate of economic growth and the lowest level of unemployment, but these are all long-run effects.

It is the short-run effects of monetary policy that are the strongest, and the short run lasts up to about two years, which, as you don't need reminding, is the long run in your business. So what economists call the short run is a very relevant run, it is a very relevant time horizon. In the short run, the effects of monetary policy are much more pervasive. Monetary policy can speed up the growth rate of real gross domestic product. It can lower the unemployment rate. It can lower real interest rates and lower the real exchange rate, stimulating exports and holding back imports and improving the trade account.

It can also do the reverse of these things. It can slow down the growth rate of real GNP, increase unemployment, turn the trade balance against us and strengthen the dollar in real terms. But here is the problem—it can only do these things in alternation. It can't do either of these things permanently. It can't permanently deliver a high in terms of employment, output and growth, a low in terms of unemployment, and a strong external account. It cannot do those things in the the long run. It can do those things on a one to two-year time horizon, alternating with the reverse, the bad things.

In other words, monetary policy in the short run can produce macro-economic fluctuations. It can make our economy more volatile but it cannot change the long-run course of those real variables. Against these strong short-run effects, the short-run effect on inflation is incredibly weak. There is not much that monetary policy can do to change the inflation rate over a period of a year or so ahead. It can bear down on it, it can lean against it, but it can't move it very far. What it does in the short run is to move that real economy in a very significant way.

The matters I have just touched on are non-controversial. That is, among macro-economists who do the research in this field, there is no disagreement about what I have just said. The effects of monetary policy are as I have just described them. People who know the research and know the literature would have no problem with that basic summary.

[Translation]

Il se peut aussi qu'une politique monétaire ait d'autres effets à long terme. Il est possible qu'elle influence le taux de croissance et le taux de chômage. Lorsque c'est le cas, il semblerait qu'il s'agisse d'une influence marginale et non d'une influence marquée. D'autre part, les renseignements que nous avons suggèrent que le maintien de l'inflation aussi près de zéro que possible est le meilleur moyen, à long terme, d'obtenir le taux de croissance économique le plus rapide et le taux de chômage le plus bas, mais il s'agit là d'effets à long terme, bien sûr.

Les effets les plus marqués d'une politique monétaire sont les effets à court terme, et le court terme peut aller jusqu'à deux ans, ce qui, vous n'avez pas besoin de me le rappeler, est le long terme pour vous. Ce que les économistes appellent le court terme est donc un terme très pertinent, une référence temporelle très pertinente. À court terme, une politique monétaire a des effets beaucoup plus généralisés. Une politique monétaire peut accélérer le taux de croissance du produit intérieur brut réel. Elle peut faire baisser le taux de chômage. Elle peut faire baisser les taux d'intérêt réels ainsi que les taux de change réels, en simulant les exportations et en restreignant les importations ainsi qu'en améliorant le compte fournisseur.

Cette politique peut aussi avoir les effets inverses. Elle peut ralentir le taux de croissance du PNB, aggraver le chômage, faire basculer la balance du commerce extérieur à notre désavantage, et renforcer le dollar en termes réels. Mais, et c'est là le problème, elle ne peut avoir ces effets qu'en alternance, c'est-à-dire qu'aucun de ces effets ne peut être permanent. Elle ne peut assurer des taux élevés en matière d'emploi, et des taux bas en termes de chômage, ainsi qu'un crédit solide à l'étranger. Elle ne peut garantir tout cela à long terme. Elle ne peut les garantir que pour un an ou deux, en alternance avec l'opposé, le nettement moins bon.

En d'autres termes, une politique monétaire peut, à court terme, provoquer des fluctuations macro-économiques. Elle peut rendre notre économie plus instable mais elle ne peut changer l'évolution à long terme de ces variables réelles. Par rapport à ces effets marqués à court terme, l'effet à court terme sur l'inflation est presque nul. Une politique monétaire ne peut pas faire grand-chose pour changer le taux d'inflation sur l'année à venir. Elle peut aller à l'encontre de l'inflation, ou aller dans le même sens qu'elle, mais elle ne peut pas la changer de façon vraiment significative. Son effet à court terme, c'est de faire bouger très nettement cette économie réelle.

Les sujets que je viens d'aborder ne portent pas à controverse. Ou plutôt, parmi les macro-économistes qui font des recherches dans ce domaine, ce que je viens de dire ne fait pas l'objet d'un désaccord. Les effets d'une politique monétaire sont tels que je viens de les décrire. Ce simple résumé ne causerait aucun problème à ceux qui sont au courant des recherches et des écrits se rapportant à ce domaine.