

# Réflexions sur la poursuite de cibles en matière d'inflation

---

*Frederic S. Mishkin\**

## Introduction

Durant les années 1990, un nombre croissant de pays se sont fixé des cibles en matière d'inflation aux fins de la conduite de leur politique monétaire. Le Canada a été l'un des premiers à s'engager officiellement dans cette voie, en février 1991. L'établissement de cibles a donné de très bons résultats dans les pays concernés : l'inflation a été ramenée à de bas niveaux sans que la croissance économique n'en souffre (selon certains, celle-ci en a même bénéficié) et elle demeure stable. En dépit des succès remportés, le débat se poursuit sur la meilleure façon de mettre en œuvre un régime de ce genre. Dans l'exposé qui suit, j'essaie d'apporter une contribution à l'analyse de ces questions — dont plusieurs sont au centre d'autres communications inscrites au programme de la journée — en examinant cinq points d'ordre pratique portant sur la conception des régimes axés sur l'utilisation de cibles d'inflation :

- Vaut-il mieux définir la cible en fonction du niveau des prix ou du taux d'inflation?
- Quelle valeur attribuer à la cible d'inflation à long terme?
- Quel horizon fixer pour la cible?
- Faut-il choisir une valeur ponctuelle ou une fourchette?
- Quel rôle le taux de change devrait-il jouer dans un tel régime?

---

\* Je remercie Goetz von Peter pour son aide sur le plan de la recherche et pour ses commentaires.

Les réponses à ces questions n'intéressent pas seulement la Banque du Canada et les autres banques centrales des pays industrialisés qui ont une cible, mais aussi celles des pays à marché émergent, dont un nombre croissant se convertit à cette approche.

## **1 Cible basée sur le niveau des prix ou sur l'inflation**

À l'heure actuelle, tous les pays s'étant dotés de cibles les ont définies en fonction de l'inflation plutôt que du niveau des prix. Néanmoins, la question de savoir lequel de ces deux types de cible est le plus favorable à l'économie reste ouverte. De fait, cette question intensément débattue sera abordée dans plusieurs des autres communications qui seront présentées à ce séminaire. J'exposerai mes modestes points de vue sur le sujet et examinerai brièvement les arguments qui militent pour ou contre l'adoption de l'un ou l'autre de ces deux types de cible. J'évoquerai aussi quelques arguments sur lesquels les chercheurs se sont peu penchés jusqu'ici.

### **1.1 Avantages d'une cible basée sur le niveau des prix plutôt que sur l'inflation**

Une cible formulée par rapport au niveau des prix présente deux avantages importants sur une cible d'inflation. Premièrement, une telle cible peut réduire l'incertitude au sujet du niveau auquel s'établiront les prix à des horizons éloignés. Lorsque la banque centrale rate une cible définie en fonction de l'inflation, elle ne cherche qu'à ramener le taux d'inflation au taux visé. L'inflation constitue alors un processus stochastique stationnaire, c'est-à-dire intégré d'ordre 0,  $I(0)$ , et le niveau des prix un processus non stationnaire intégré d'ordre 1, soit  $I(1)$ . L'incertitude relative au niveau auquel les prix se situeront à l'avenir sera d'autant plus grande que l'horizon de prévision est éloigné. Cette incertitude peut rendre la planification à long terme difficile et entraîner une diminution de l'efficacité économique.

McCallum (1999) soutient que l'incertitude au sujet du niveau des prix à l'avenir n'est pas forcément très grande quand la banque centrale respecte les cibles d'inflation qu'elle s'est fixées, mais elle complique tout de même le processus de planification et peut aboutir à de moins bonnes décisions en matière d'investissement. Nombre d'entre nous sont précisément confrontés à ce problème lorsqu'il s'agit d'épargner pour financer les études universitaires de nos enfants. Même si nous savons que la banque centrale s'acquitte bien de ses responsabilités et saura contenir l'inflation, nous ne sommes pas certains du montant dont nous aurons besoin pour payer les frais de scolarité dans quinze ans par exemple.

Le deuxième avantage est que, selon certains modèles (p. ex., Svensson, 1999; Woodford, 1999; Dittmar, Gavin et Kydland, 1999; Dittmar et Gavin, 2000; Vestin, 2000), le recours à une cible établie en fonction du niveau des prix plutôt que de l'inflation donne lieu à une variabilité moindre de la production. Toutefois, ces résultats sont très sensibles au modèle retenu et dépendent d'hypothèses cruciales concernant le processus d'établissement des prix et le caractère prospectif de ce dernier. Comme cette question doit être examinée en profondeur par Barnett et Engineer et par le commentateur de leur étude, Jean Boivin, je ne m'y attarderai pas. Je dirai seulement qu'il n'a pas encore été prouvé de façon convaincante qu'une cible axée sur le niveau des prix donne de meilleurs résultats qu'une cible basée sur l'inflation en ce qui concerne la variabilité de la production.

## **1.2 Désavantages d'une cible basée sur le niveau des prix plutôt que sur l'inflation**

Selon le point de vue traditionnel, qui a été défendu de façon éloquente par Fischer (1994), la poursuite d'une cible définie en fonction du niveau des prix plutôt que de l'inflation s'accompagne d'une variabilité supérieure de la production parce que les autorités ne traitent pas les variations imprévues du niveau des prix comme un fait accompli, sur lequel il n'y a pas lieu de revenir<sup>1</sup>. La banque centrale est tenue d'inverser le mouvement quand le niveau des prix observé est supérieur ou inférieur à la cible, ce qui peut engendrer, à court terme, une volatilité beaucoup plus grande sur le plan de la politique monétaire et, si les prix sont rigides, dans la sphère réelle de l'économie.

Bien que les modèles mentionnés à la sous-section 1.1, en particulier ceux où les prix sont établis dans un cadre prospectif, n'indiquent pas que l'adoption d'une cible fondée sur le niveau des prix accroît la variabilité de la production, ils passent sous silence un problème particulier qui me préoccupe, soit le fait que le recours à une telle cible puisse donner lieu à des périodes de déflation plus fréquentes, qui pourraient se traduire par une instabilité des marchés financiers.

Comme je l'ai montré dans mes travaux sur les crises financières (Mishkin, 1978, 1991 et 1997), l'une des sources importantes de l'instabilité sur les marchés financiers dans les pays industrialisés est la déflation. Parce que les contrats de prêt dans ces pays ont souvent des échéances éloignées, la déflation alourdit l'endettement réel des entreprises et des ménages, d'où

---

1. Ce point de vue est appuyé par les simulations effectuées au moyen de modèles macroéconométriques dotés d'attentes rétrospectives, lesquelles montrent en général que le recours à une cible basée sur le niveau des prix plutôt que sur l'inflation entraîne une variabilité accrue de la production et de l'inflation (voir p. ex. Haldane et Salmon, 1995).

une diminution de l'actif net de ces deux catégories d'agents économiques et une détérioration de leurs bilans. Irving Fisher (1933) a vu dans cette interaction de la déflation et de la dette l'une des principales causes du ralentissement économique survenu durant la crise de 1929. La baisse de l'actif net accentue le risque d'antisélection et l'aléa moral pour les prêteurs et les amène ainsi à réduire leurs prêts. Le recul de l'actif net donne lieu à une chute de la valeur des garanties dont le prêteur peut se prévaloir si les affaires de l'emprunteur tournent mal. La diminution de la valeur des garanties aggrave les conséquences de l'antisélection puisqu'en cas de défaillance, les pertes sur prêts risquent d'être plus élevées. En outre, la baisse de l'actif net introduit un aléa moral du fait qu'elle encourage les emprunteurs, dès lors exposés à de moindres pertes, à prendre des risques exagérés.

Selon ce raisonnement, la déflation peut, par son interaction avec la dette, accroître l'instabilité financière dans les pays industrialisés, comme l'illustre bien la situation observée au Japon durant la dernière décennie (Mishkin, 1998). Cette aggravation potentielle de l'instabilité financière, qui est susceptible d'occasionner des coûts très élevés pour l'économie, m'incite à mettre en doute les résultats théoriques voulant que le recours à une cible basée sur le niveau des prix permette de réduire la variabilité de la production. Étant donné que la poursuite de cibles définies en fonction du niveau des prix est de nature à entraîner des périodes de déflation plus fréquentes, ces cibles peuvent être plus dangereuses que ne le pensent leurs partisans.

Les cibles fondées sur le niveau des prix présentent un autre inconvénient, souvent passé sous silence dans la littérature : elles peuvent compliquer la conduite de la politique monétaire. Avec des périodes de déflation plus fréquentes, les taux d'intérêt à court terme vont tomber à zéro plus souvent, comme cela s'est produit durant la crise de 1929 et plus récemment au Japon. De l'avis de certains économistes, lorsque le taux d'intérêt tombe à zéro, la politique monétaire perd toute efficacité<sup>2</sup>. Je m'inscris en faux contre cet argument pour les raisons exposées dans Meltzer (1995) et Mishkin (1996a). La politique monétaire produit ses effets par l'entremise des prix de nombreux actifs autres que les titres de dette à court terme, de sorte que, même quand les taux d'intérêt à court terme touchent leur borne inférieure, la politique monétaire peut conserver son efficacité, comme elle l'a d'ailleurs fait durant la crise de 1929 (voir Romer, 1992).

---

2. Summers (1991) invoque cet argument, et les dirigeants de la Banque du Japon ont fait de même récemment pour montrer qu'une politique monétaire expansionniste n'a guère de chance de favoriser la reprise au Japon.

Toutefois, la politique monétaire devient plus difficile à mener durant les périodes de déflation lorsque les taux d'intérêt tombent à zéro, parce que les règles habituelles de conduite de la politique monétaire ne s'appliquent plus. Depuis quelques années, la plupart des recherches réalisées sur la manière optimale dont les banques centrales devraient mettre en œuvre la politique monétaire sont centrées sur les règles dites de Taylor, selon lesquelles la banque centrale fixe les taux d'intérêt à court terme à un niveau qui dépend des écarts de production et d'inflation. L'ouvrage de Taylor (1999) est un excellent exemple de ce type de recherche. Cependant, une fois que le taux d'intérêt touche sa valeur plancher de zéro, toutes les recherches du type de celle de Taylor sur les règles optimales de politique monétaire perdent leur utilité, parce que les modifications des taux d'intérêt à court terme cessent d'être un instrument efficace de politique monétaire. Dans une conjoncture déflationniste, les banques centrales ont certainement la capacité de sortir l'économie de la récession en poursuivant une politique expansionniste et en créant davantage de liquidités, mais il est beaucoup plus difficile d'établir jusqu'où elles doivent aller. Cette situation constitue pour les banques centrales une cause bien compréhensible d'embarras. Un gros inconvénient du recours à une cible fondée sur le niveau des prix réside donc dans le fait que les dirigeants des banques centrales risquent de se retrouver plus souvent dans une conjoncture déflationniste, sans leurs balises habituelles, ce qui compliquera encore davantage la formulation de la politique monétaire.

Un autre problème qui n'est guère abordé dans la littérature est l'erreur de mesure inhérente au taux d'inflation. La plupart des auteurs de travaux consacrés à cette question soutiennent que c'est la mesure de l'*inflation*, et non celle du *niveau des prix*, qui comporte des erreurs, point de vue partagé par la Commission Boskin (voir Boskin et coll., 1996; Moulton, 1996; Shapiro et Wilcox, 1996). Il en découle que l'erreur de mesure contenue dans le niveau des prix est de type I(1) et que, si la banque centrale définit sa cible en fonction du niveau des prix, l'incertitude au sujet du véritable niveau des prix s'accroît à mesure que l'horizon de prévision s'allonge. Par conséquent, il se peut que la valeur d'un grand nombre des arguments voulant que la poursuite d'une telle cible s'accompagne à long terme d'une incertitude moindre ait été exagérée.

### **1.3 Tout compte fait, une cible formulée en fonction de l'inflation est préférable**

Compte tenu des désavantages que j'ai soulignés, en particulier les dangers associés aux périodes de déflation plus fréquentes, une cible exprimée par rapport à l'inflation me semble bien préférable à une cible basée sur le niveau des prix. Si aucune banque centrale n'a décidé de prendre le niveau

des prix pour cible au cours des dernières années, c'est peut-être dû en partie au fait que les dirigeants des banques centrales partagent mes inquiétudes au sujet des dangers de la déflation.

Toutefois, les arguments que j'ai présentés en faveur d'une cible définie en fonction de l'inflation n'excluent pas l'adoption d'une politique hybride, qui combinerait les caractéristiques des deux types de cible sans forcément représenter la solution idéale. La banque centrale pourrait annoncer une cible d'inflation et l'assortir d'un engagement à corriger ses erreurs, c'est-à-dire à compenser dans une certaine mesure au cours des périodes ultérieures les écarts par rapport à la cible. Les recherches menées à la Banque d'Angleterre et à la Banque du Canada montrent que la poursuite d'une cible d'inflation assortie d'un mécanisme partiel de correction des erreurs peut réduire considérablement l'incertitude au sujet du niveau des prix à long terme, tout en n'engendrant qu'un très petit nombre de périodes de déflation (voir King, 1999, et Black, Macklem et Rose, 1998). Un effort important devrait être consacré à l'évaluation de ces politiques hybrides à l'avenir.

Mais comment parvenir à expliquer une politique hybride au public? Comme je l'ai souligné dans mes travaux sur la poursuite de cibles d'inflation (Bernanke et Mishkin, 1997; Mishkin, 1999a; Bernanke, Laubach, Mishkin et Posen, 1999), une communication efficace avec le public, qui manifestement ne comprendrait pas le jargon technique des modèles à correction d'erreurs, est essentielle au succès de toute stratégie fondée sur l'emploi de cibles d'inflation. Toutefois, je crois qu'il pourrait être relativement facile de faire comprendre de quoi il s'agit en annonçant non seulement une cible d'inflation à moyen terme, mais aussi une cible relative au taux d'inflation moyen à maintenir sur une période plus longue, par exemple cinq ans. Cette formule est très proche de celle qu'a adoptée la banque centrale de l'Australie, qui vise un taux d'inflation de 2 à 3 % sur l'ensemble du cycle économique<sup>3</sup>.

## **2 Quelle valeur attribuer à la cible d'inflation à long terme?**

Dans toute stratégie reposant sur l'utilisation de cibles d'inflation, il importe de déterminer le taux d'inflation à viser à long terme. La Banque du Canada a choisi un taux de 2 % pour point médian de sa fourchette cible, tout en soulignant que cette valeur n'est pas nécessairement la cible appropriée à

---

3. Toutefois, l'utilisation d'une fourchette de 2 à 3 % enlève un peu à la clarté de la cible d'inflation australienne, et il serait préférable, pour des raisons auxquelles je ne m'attarderai pas ici, de viser une valeur ponctuelle de 2,5 %.

long terme. De fait, un débat intense se poursuit au Canada au sujet du niveau auquel il faudrait fixer cette cible.

Pour déterminer la cible d'inflation appropriée à long terme, il faut commencer par établir ce qu'on entend par stabilité des prix. L'une des définitions les plus souvent citées est celle d'Alan Greenspan : selon lui, il y a stabilité des prix lorsque le taux d'inflation est suffisamment faible pour que les ménages et les entreprises n'aient pas à en tenir compte dans la prise de leurs décisions quotidiennes. Il s'agit là d'une définition raisonnable et, d'un point de vue pratique, tout taux d'inflation se situant entre 0 et 3 % semble répondre à ce critère. Certains économistes, dont parmi les plus connus Martin Feldstein (1997) et William Poole (1999), préconisent un objectif d'inflation de zéro à long terme, en raison de l'attrait psychologique que présente le « chiffre magique » de zéro. Il est en effet à craindre qu'un objectif d'inflation supérieur à zéro n'entraîne une baisse de la crédibilité de la banque centrale et une instabilité sur le plan des attentes d'inflation, ce qui pourrait provoquer une remontée de l'inflation. Toutefois, les résultats obtenus par Bernanke et coll. (1999) portent à croire que l'adoption d'une cible légèrement supérieure à zéro (moins de 3 % p. ex.) durant une période prolongée ne donne pas lieu à une instabilité des attentes d'inflation du public, ni à une diminution de la crédibilité de la banque centrale.

Un important argument contre la fixation à zéro de la cible à long terme a été formulé par Akerlof, Dickens et Perry (1996), à savoir que l'établissement du taux d'inflation à un niveau trop bas engendre de l'inefficience et fera augmenter le taux de chômage naturel. De l'avis de ces chercheurs, l'hypothèse de rigidité à la baisse des salaires nominaux, qui cadre selon eux avec les résultats disponibles, implique que les salaires réels ne peuvent baisser que s'il y a inflation. Un taux d'inflation très faible pourrait donc empêcher les salaires réels de s'ajuster à la baisse en cas de recul de la demande de travail dans certaines industries ou régions, ce qui aggraverait le chômage et entraverait le passage de la main-d'œuvre des secteurs en déclin aux secteurs en croissance.

Les résultats appuyant l'existence du mécanisme évoqué par Akerlof et coll. — par lequel une faible inflation ferait augmenter le taux de chômage naturel — sont loin d'être clairs et ils feront d'ailleurs l'objet d'un autre exposé à ce séminaire (Farès et Lemieux). En outre, comme l'ont montré Groshen et Schweitzer (1996 et 1999), l'inflation peut certes « lubrifier » les marchés du travail et permettre un ajustement à la baisse des salaires réels en cas de diminution de la demande, ainsi que l'ont décrit Akerlof et ses coauteurs, mais elle peut aussi mettre du « sable dans le moteur » en augmentant le bruit dont sont entachés les salaires réels relatifs. Ce bruit réduit l'information véhiculée par les salaires nominaux et, du même coup, l'efficience du processus par lequel s'effectue la répartition des

travailleurs selon les professions et les branches d'activité. Pour toutes ces raisons, je ne trouve pas convaincant l'argument qu'invoquent Akerlof et coll. pour justifier le choix d'une cible d'inflation à long terme positive.

Un argument plus convaincant contre l'adoption d'une cible d'inflation égale à zéro est que, en pareil cas, l'économie traverserait probablement des périodes de déflation. J'ai soutenu que la déflation peut être très dangereuse parce qu'elle favorise l'instabilité financière et peut compliquer les décisions de politique monétaire si les taux d'intérêt à court terme tombent par voie de conséquence à zéro. Cela implique qu'il est potentiellement plus coûteux de toucher un point situé au-dessous de la cible (situation de déflation) que d'atteindre un point équidistant au-dessus de la cible. Cet argument donne à penser qu'il vaut la peine d'établir la cible d'inflation un peu au-dessus de zéro, afin de limiter le risque de déflation. De fait, dans Bernanke et coll. (1999), nous avons préconisé une cible d'inflation à long terme de 1 % au-dessus de l'inflation véritable. Si l'on tient compte de l'erreur de mesure, que Crawford, Fillion et Lafèche (1998) estiment à 0,5 % dans le cas du Canada, cela revient à proposer une cible à long terme raisonnable de 1,5 %, ce qui n'est pas très éloigné du point médian actuel (2 %) de la fourchette cible.

Autre raison pour laquelle les banques centrales gagneraient à poursuivre une cible d'inflation supérieure à zéro : elles ne doivent pas être perçues comme obnubilées par l'idée de maîtriser l'inflation aux dépens de la stabilité de la production. Si une banque centrale est perçue comme obsédée par l'inflation au point de n'accorder aucun poids aux fluctuations de la production dans ses décisions (Mervyn King, 1996, emploie à ce sujet l'expression *inflation nutter*), elle risque fort de perdre l'appui du public. Une cible d'inflation trop basse, disons 0 ou même 1 %, peut indiquer au public que la banque centrale ne fait pas suffisamment cas des préoccupations de celui-ci. De fait, il n'est pas sûr que le public appuierait une baisse du point médian de la fourchette cible au Canada par rapport au niveau actuel de 2 %.

Comme je l'ai déjà affirmé (Mishkin, 1999b), le fait pour une banque centrale d'avoir une fonction de perte très différente de celle du public est un facteur d'instabilité en régime démocratique. Les dirigeants de la Banque du Canada en sont bien conscients et soulignent continuellement que celle-ci se soucie des fluctuations de la production. Selon eux, l'une des beautés de la poursuite de cibles d'inflation, exprimées sous la forme d'une fourchette comportant des limites inférieure et supérieure, est qu'elle peut aider à stabiliser la production quand l'économie est soumise à des chocs négatifs. Les banques centrales peuvent ainsi adopter une attitude plus dynamique quand elles entreprennent de contrecarrer des chocs négatifs avec une



politique monétaire expansionniste, car elles ont moins à craindre qu'une politique de ce type ravive les attentes d'inflation.

### **2.1 Tout compte fait, un taux de 2 % semble assez raisonnable**

Ces arguments donnent à penser que le choix d'une cible à long terme d'environ 2 % est tout à fait logique, et c'est ce chiffre que nous préconisons dans notre ouvrage sur les cibles d'inflation (Bernanke et coll., 1999). Une cible de 2 % prémunit dans une certaine mesure contre la déflation, qui peut s'accompagner de coûts fort élevés. En outre, le public semble bien accepter ce taux, ce qui donne à la banque centrale l'appui dont elle a besoin pour conserver la maîtrise de l'inflation. Comme les estimations du biais de mesure contenu dans l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) au Canada se situent au-dessous du chiffre de 1 % auquel est parvenue la Commission Boskin (Boskin et coll., 1996), il y a de bons arguments en faveur de l'abaissement du point médian de la cible canadienne à 1,5 %. Toutefois, le principal avantage de la stabilité des prix réside, à mon avis, dans le fait que le comportement de l'inflation devient alors prévisible. Il est probable qu'une baisse du point médian à 1,5 % ne se traduise que par un gain assez mince. Par contre, un tel choix pourrait comporter des coûts considérables si le fait d'abaisser la cible d'inflation entraînait une érosion de l'appui dont bénéficie la Banque du Canada dans la poursuite de la stabilité des prix. J'en conclus que le choix par le Canada d'un point médian de 2 % est raisonnable et qu'il vaut probablement mieux ne pas modifier cette valeur, du moins dans un avenir prévisible.

## **3 Quel horizon fixer pour la cible?**

La politique monétaire fait sentir ses effets sur l'économie, en particulier sur l'inflation, avec de longs décalages. Dans les pays industrialisés, on estime en général à environ deux ans le délai qui s'écoule entre le moment où sont prises les mesures de politique monétaire et celui où elles agissent sur le taux d'inflation. Des horizons plus courts, un an par exemple, qui ne sont pas rares dans les pays dotés de cibles d'inflation, peuvent causer bien des problèmes. Le premier problème que pose un horizon trop court a trait à la « contrôlabilité », soit aux « ratages » fréquents de la cible d'inflation, même quand la politique monétaire est conduite de façon optimale. Le deuxième problème réside dans l'instabilité possible des instruments de la politique monétaire. En effet, quand l'horizon est court, on peut être amené à modifier trop souvent le niveau des instruments afin de respecter les cibles. Troisième et dernier problème : un horizon trop rapproché implique qu'on

n'accorde pas suffisamment de poids aux fluctuations de la production dans la fonction de perte de la banque centrale<sup>4</sup>.

L'expérience vécue par la Nouvelle-Zélande à cet égard (décrite dans Bernanke et coll., 1999) illustre bien ces problèmes. En 1995, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande a dépassé sa fourchette cible à l'horizon de un an et aurait pu voir son gouverneur destitué, comme le permet sa loi organique en pareil cas. Ses dirigeants étaient d'avis que l'écart par rapport à l'objectif serait de courte durée et que l'inflation allait chuter, car, selon eux, la politique monétaire n'avait pas été trop expansionniste. Heureusement, ce point de vue était partagé à l'extérieur de la banque centrale, et le gouverneur, Don Brash, qui accomplissait de l'excellent travail, a conservé son poste. En essayant d'atteindre une cible annuelle, la Banque engendrait toutefois des fluctuations excessives des instruments de la politique monétaire, en particulier le taux de change. Dans une petite économie ouverte comme celle de la Nouvelle-Zélande, les mouvements du taux de change agissent plus rapidement sur l'inflation que ceux des taux d'intérêt. Aussi fallait-il recourir davantage aux variations du taux de change pour atteindre les cibles annuelles, ce qui donnait lieu à d'importantes fluctuations. Il est possible également que la Banque de réserve, en visant une cible à court terme, ait accru la variabilité de la production. À la fin de 1996 par exemple, elle a poursuivi une politique monétaire exagérément restrictive et a porté à 10 % le taux des fonds à un jour, de crainte que le taux d'inflation ne dépasse la limite supérieure de la fourchette cible en 1997. Cela a contribué à engendrer une baisse non désirée de la production. La Banque de réserve de Nouvelle-Zélande a reconnu les problèmes que posait un horizon trop court, et elle met dorénavant l'accent sur un horizon de six à huit trimestres dans ses délibérations concernant la politique monétaire (voir Sherwin, 1999; Drew et Orr, 1999). En outre, l'accord conclu entre la banque centrale et le gouvernement au sujet de la cible à viser a été assoupli récemment afin d'appuyer la réalisation de cibles à un horizon plus long (voir Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, 2000).

### **3.1 Tout compte fait, il faut des cibles pluriannuelles**

La solution au problème consiste à établir les cibles d'inflation deux ans à l'avance, ce qui implique la fixation de cibles pluriannuelles. Ainsi, la cible de l'année civile en cours serait arrêtée deux ans auparavant et coexisterait avec celle de l'année à venir, définie elle aussi deux ans à l'avance. Les autorités pourraient faire varier la cible d'une année à l'autre, pour éviter

---

4. Comme l'a montré Svensson (1997), si l'on veut que l'inflation observée retourne plus rapidement vers la cible, il faut accorder moins de poids à la variabilité de la production dans la fonction de perte de la banque centrale.

que les chocs subis par l'économie, spécialement les chocs d'offre, n'entraînent des fluctuations excessives de la production. En outre, la prise en compte, comme il se doit, des fluctuations de la production dans la fonction objectif de la banque centrale oblige à adopter une approche gradualiste dans la poursuite de la cible d'inflation à long terme (Svensson, 1997). D'où l'utilité d'un système de cibles pluriannuelles, dont l'une puisse différer, même à l'horizon de deux ans, de la cible à long terme si les chocs que subit l'économie portent le taux d'inflation à s'écarter de celle-ci.

Le problème que pose le choix d'un horizon trop court a été reconnu par la Banque du Canada dès la mise en place des cibles en février 1991. Au moment de leur établissement, celles-ci portaient sur un horizon de 22 mois en raison des décalages avec lesquels la politique monétaire produit ses effets. Cependant, une fois l'inflation tombée dans le voisinage de 2 %, la fourchette visée pour chaque année est restée inchangée, avec des bornes de 1 et de 3 %. Par conséquent, il n'est plus aussi clair qu'auparavant que la politique monétaire fixe ses cibles à un horizon de plus de un an. Ainsi, bien que la cible ne change pas d'année en année, il est nécessaire d'expliquer au public que celle visée aujourd'hui porte en fait sur un horizon de deux ans. Pour que le public soutienne les mesures que les autorités monétaires prennent à titre préventif, il est essentiel de lui faire comprendre que la cible d'inflation est établie à un horizon de plus de un an.

#### **4 Faut-il choisir une valeur ponctuelle ou une fourchette?**

Certains des pays qui se sont fixé des cibles d'inflation ont adopté une valeur ponctuelle, et d'autres une fourchette. Le Chili et le Royaume-Uni ont choisi de viser une valeur ponctuelle, tandis que la plupart des autres pays ont opté pour une fourchette.

La fourchette présente l'avantage de conférer une plus grande souplesse aux responsables de la politique monétaire. En outre, elle transmet au public un message important, à savoir que le processus d'inflation est marqué par des incertitudes qui limitent forcément la capacité de la banque centrale de maîtriser l'inflation.

Le recours à une fourchette comporte néanmoins divers inconvénients. Premièrement, il n'est pas clair que l'utilisation d'une fourchette cible soit un bon moyen pour la banque centrale de faire comprendre l'incertitude qui entoure le processus d'inflation et sa capacité d'atteindre la cible d'inflation. Malheureusement, les estimations de l'incertitude incompressible qui entoure une cible d'inflation sont d'environ cinq points de pourcentage (voir, par exemple, Haldane et Salmon, 1995, et Stevens et Debelle, 1995), bien que, au fil du temps, les bons résultats obtenus puissent faire diminuer la variabilité des attentes d'inflation, partant,

le taux d'inflation. Par conséquent, la banque centrale se trouve placée devant un dilemme peu attrayant : viser une fourchette très large, ce qui risque d'embrouiller le public au sujet de ses intentions et d'entamer la crédibilité de sa politique, ou définir une fourchette si étroite que les « ratages » deviennent inévitables.

La Nouvelle-Zélande, premier pays à se doter d'une cible d'inflation, avait choisi à l'origine de viser une fourchette cible de deux points de pourcentage, qui a été par la suite adoptée par un grand nombre d'autres banques centrales. Cette fourchette était probablement trop étroite et, de fait, elle a donné lieu à de graves problèmes de « contrôlabilité » et d'instabilité de l'instrument. Comme nous l'avons déjà mentionné, la fourchette cible a été ratée en 1995, bien que la Banque de réserve ait été exonérée de tout blâme, tandis que l'étroitesse de la fourchette cible a contribué à des fluctuations excessives du niveau des instruments de la politique monétaire pour les raisons indiquées précédemment.

Une solution à ces problèmes consiste à élargir la fourchette cible, ce que la Nouvelle-Zélande a fait en novembre 1996. Elle a en effet porté sa fourchette à 300 points de base, fixant ses limites à 0 et 3 %. Si celle-ci est assez large pour atténuer de façon marquée les problèmes de « contrôlabilité » et d'instabilité de l'instrument, le régime de cibles risque par contre de perdre de sa crédibilité. Au moment d'élargir leur fourchette, les dirigeants de la Réserve fédérale de Nouvelle-Zélande ont effectivement dit craindre que leur décision ne soit perçue comme l'indice d'un affaiblissement de leur engagement à maîtriser l'inflation, plutôt que comme une tentative d'amélioration du système. Seuls les efforts constants de communication de la Banque de réserve, qui ont affirmé à de nombreuses reprises que ce n'était pas le cas, ont empêché ses craintes de se confirmer. Ces derniers temps, la banque centrale a modifié ses communications au sujet de la cible d'inflation pour mettre davantage l'accent sur le point médian de la fourchette plutôt que sur les limites supérieure et inférieure de celle-ci.

Certains feront valoir que les « ratages » de la fourchette ont été rares depuis quelques années dans les pays ayant adopté une cible d'inflation, de sorte qu'il n'y a eu aucune perte de crédibilité. Toutefois, force est de reconnaître que nous avons eu de notre côté ces dernières années dans les pays industrialisés, puisque les chocs d'offre ont été généralement favorables et que les chocs de demande se sont produits à des moments opportuns, ce qui a aidé à maintenir le taux d'inflation près des niveaux visés. Ce serait une erreur que de tabler continuellement sur la chance, car celle-ci pourrait bien se retourner contre les pays ayant décidé de viser une fourchette étroite.

L'incertitude au sujet du processus d'inflation est encore plus grande dans les pays à marché émergent, de sorte que la probabilité de rater une fourchette cible de faible amplitude y est encore plus grande. Cela est particulièrement vrai des pays à marché émergent qui cherchent à ramener l'inflation sous la barre des 10 %. En outre, les « ratages » de la cible sont potentiellement plus dommageables à la crédibilité dans les pays à marché émergent, parce que l'estime dont jouissent les institutions publiques y est beaucoup plus faible que dans les pays industrialisés. Les fourchettes cibles pourraient donc soulever davantage de problèmes dans ces pays que dans les pays industrialisés. De fait, des considérations de ce genre expliquent peut-être pourquoi le Chili, le premier pays à marché émergent à s'être fixé des cibles d'inflation, a décidé d'abandonner sa fourchette au profit d'une valeur ponctuelle égale au point médian de celle-ci en 1994.

Un autre problème que pose une fourchette est que son interprétation n'est pas figée. On en a fait l'expérience avec les fourchettes visées pour le taux de change et également dans les régimes axés sur la poursuite de cibles d'inflation (voir Bernanke et coll., 1999). Une fois établie la fourchette cible, les politiciens, les marchés financiers et le public s'attachent souvent à la question de savoir si l'inflation est juste en deçà ou juste au delà de la limite de la fourchette, plutôt qu'à l'amplitude des écarts par rapport au point médian. La situation inverse s'est produite au Royaume-Uni en 1995, quand le taux d'inflation a dépassé le point médian de la fourchette cible de plus de un point de pourcentage mais sans sortir de celle-ci. Comme l'inflation se trouvait encore à l'intérieur de la fourchette cible, le chancelier de l'Échiquier a pu s'opposer à la volonté de la Banque d'Angleterre de durcir la politique monétaire.

Le fait d'accorder une trop grande attention aux limites de la fourchette peut amener la banque centrale à se focaliser de façon exagérée sur le maintien du taux d'inflation tout juste à l'intérieur de celles-ci, au lieu d'essayer d'atteindre le point médian de la fourchette. Il est difficile d'imaginer à l'intention des décideurs une fonction objectif logique qui justifierait des réactions aussi asymétriques au taux d'inflation, selon qu'il se situe juste à l'intérieur ou juste à l'extérieur de la fourchette.

#### **4.1 Tout compte fait, une cible ponctuelle présente des avantages sur une fourchette**

Les désavantages d'une fourchette cible m'amènent à conclure qu'on a de meilleures chances d'obtenir de bons résultats quand on vise une valeur ponctuelle plutôt qu'une fourchette. Cependant, il est essentiel que la banque centrale réussisse à faire comprendre au public que sa capacité d'atteindre la cible et le processus d'inflation sont entachés d'incertitude.

Quand, en 1995, la Banque d'Angleterre a troqué sa fourchette cible contre une valeur ponctuelle, elle s'est servie, entre autres, du rapport trimestriel qu'elle publie sur l'inflation pour expliquer au public les incertitudes dont s'accompagnent le processus d'inflation et la maîtrise de l'inflation, au lieu de laisser la fourchette cible traduire ces incertitudes. Elle a ensuite mis au point un outil de communication très efficace, son fameux diagramme en forme d'éventail, dans lequel les intervalles de confiance entourant la prévision d'inflation sont représentés par des grisés différents.

Au moment de confier à la Banque d'Angleterre la responsabilité du réglage des instruments de la politique monétaire, en mai 1997, le gouvernement a fait obligation à la banque centrale de présenter un rapport au Parlement lorsque l'inflation s'écarte de la cible de plus de un point de pourcentage. Cette exigence représente une différence subtile par rapport à une fourchette, puisqu'elle met (à bon droit) l'accent sur la valeur à atteindre plutôt que sur les limites de la fourchette.

On pourrait craindre que le choix d'une cible ponctuelle limite exagérément la souplesse de la politique monétaire. Toutefois, si la banque centrale insiste sur l'incertitude entourant le processus d'inflation et a la possibilité de modifier la cible d'inflation au fil du temps, elle devrait disposer de la flexibilité nécessaire à la conduite de sa politique monétaire.

## **5 Quel rôle attribuer au taux de change?**

Il ne fait aucun doute que les banques centrales se soucient du taux de change. Les variations de celui-ci peuvent avoir une incidence considérable sur l'inflation, en particulier dans une petite économie ouverte comme le Canada. Une dépréciation de la monnaie nationale peut ainsi entraîner une poussée de l'inflation en raison des répercussions d'une hausse des prix des importations et d'une augmentation de la demande d'exportations.

Par ailleurs, le public et la classe politique surveillent de près le taux de change, et la banque centrale peut se voir presser de modifier la politique monétaire. Les Canadiens n'aiment pas que le cours de leur monnaie s'établisse trop loin de la parité avec le dollar É.-U. Une appréciation du dollar canadien peut éroder la compétitivité des entreprises canadiennes par rapport à leurs homologues américaines, tandis qu'une dépréciation donne aux Canadiens le sentiment qu'ils sont plus pauvres que leurs voisins du sud. Il est possible également que les Canadiens tirent une certaine fierté de la valeur de leur monnaie. Ils voient peut-être dans une chute de leur dollar par rapport au billet vert un signe d'échec de leur économie vis-à-vis de celle des États-Unis. Ce genre de question s'est posé visiblement dans l'Union monétaire européenne, où la baisse de l'euro est devenue un problème politique épineux, dont on a rejeté la faute, injustement à mon

avis, sur la banque centrale. Des voix s'y sont élevées pour réclamer un durcissement de la politique monétaire, même si les attentes et les prévisions d'inflation ne laissaient entrevoir aucun dépassement de la fourchette cible.

Dans les pays à marché émergent, on se préoccupe davantage, et à juste titre, des fluctuations du taux de change. Non seulement une appréciation réelle entame la compétitivité des industries nationales, mais elle est de nature à engendrer des déficits considérables de la balance courante, ce qui exposera davantage le pays concerné à une crise de change si les flux de capitaux deviennent négatifs. Dans ces pays, les dépréciations sont particulièrement dangereuses, car elles peuvent déclencher une crise financière selon le scénario que j'ai déjà évoqué (Mishkin, 1996b et 1999c). Une grande partie de la dette de ces pays est libellée en devises étrangères et, lorsque la monnaie nationale se déprécie, le fardeau de la dette des entreprises nationales s'alourdit. Étant donné que les avoirs sont en général libellés dans la monnaie nationale et que leur valeur demeure donc inchangée, l'actif net diminue. La détérioration des bilans de ces entreprises renforce les problèmes d'antisélection et d'aléa moral, ce qui conduit à une instabilité financière et à un recul marqué des investissements et de l'activité économique. Ce mécanisme explique la manière dont les crises de change survenues au Mexique en 1994 et 1995 et en Asie de l'Est en 1997 ont entraîné les pays touchés dans de véritables crises financières, qui ont eu des effets dévastateurs sur leur économie.

Le fait que les fluctuations du taux de change soient un motif de préoccupation dans un si grand nombre de pays peut amener la banque centrale, même en régime de ciblage de l'inflation, à s'employer avec trop d'ardeur à limiter les mouvements du taux de change. Le premier problème dans ce cas est que le taux de change risque de se transformer en un point d'ancrage nominal ayant préséance sur la cible d'inflation. Par exemple, Israël a comme cible intermédiaire une plage de fluctuation pour son taux de change, dans le cadre d'un système de parité à crémaillère dont le rythme d'ajustement est établi de manière prospective à partir de la cible d'inflation visée pour l'année à venir. Bien que la Banque d'Israël minimise l'importance accordée au fil du temps à la cible de taux de change par rapport à la cible d'inflation, la prise en considération d'une cible intermédiaire a entravé les efforts déployés pour gagner des appuis en faveur de la désinflation et de l'abaissement des cibles d'inflation (voir Bernanke et coll., 1999).

Le second problème est que la volonté de niveler les variations du taux de change risque d'entraîner l'adoption de mesures inappropriées lorsque le pays est confronté à des chocs réels, comme une modification des termes de l'échange. La fin des années 1990 offre deux exemples éloquentes de ce genre de situation, touchant l'un la Nouvelle-Zélande, l'autre le Chili.

Comme il a déjà été mentionné, le court horizon fixé pour atteindre la cible d'inflation en Nouvelle-Zélande a conduit la Banque de réserve à considérer le taux de change comme un indicateur de l'orientation de la politique monétaire, en raison de l'incidence directe des fluctuations du taux de change sur l'inflation. Au début de 1997, la Banque de réserve avait institutionnalisé ce choix en adoptant comme principal indicateur de la politique monétaire un indice des conditions monétaires (ICM) analogue à celui mis au point par la Banque du Canada. L'ICM, qui est une moyenne pondérée du taux de change et d'un taux d'intérêt à court terme, repose sur l'idée que les effets des taux d'intérêt et du taux de change sur l'inflation se compensent en moyenne. Quand le taux de change baisse, le taux d'inflation monte habituellement et il faut alors relever les taux d'intérêt pour contrebalancer les pressions à la hausse sur l'inflation. Toutefois, les incidences compensatoires des taux d'intérêt et du taux de change sur l'inflation dépendent de la nature des chocs que subit le taux de change. Si la dépréciation de ce dernier découle de réaménagements de portefeuilles, il en résultera une hausse du taux d'inflation qui doit être compensée par un relèvement du loyer de l'argent. Cependant, si la dépréciation est causée par un choc réel négatif, comme une modification des termes de l'échange qui entraîne une diminution de la demande d'exportations d'un pays, la situation est tout autre. Un tel choc engendre une réduction de la demande globale et a probablement des incidences déflationnistes. En pareil cas, la réaction appropriée est une baisse des taux d'intérêt, et non une hausse comme l'indiquerait l'ICM.

Compte tenu du choc négatif qu'a subi la Nouvelle-Zélande au chapitre des termes de l'échange en 1997, l'adoption de l'ICM la même année a amené les autorités monétaires à réagir de façon inappropriée à la crise survenue en Asie de l'Est. La dépréciation s'étant produite après l'éclatement de la crise en juillet 1997 (au lendemain de la dévaluation du baht thaïlandais), l'ICM a amorcé une chute marquée. La Banque de réserve en a conclu qu'elle devait relever les taux d'intérêt, ce qu'elle a fait dans une proportion de plus de 200 points de base. La politique monétaire est ainsi devenue très restrictive, de sorte qu'en juin 1998 le taux des fonds à un jour dépassait les 9 %. Comme la dépréciation s'expliquait par un choc négatif considérable au chapitre des termes de l'échange, qui avait affaibli la demande globale, le durcissement de la politique monétaire a naturellement entraîné une grave récession, et le taux d'inflation est tombé en deçà de la limite inférieure de la fourchette cible et est même devenu négatif en 1999<sup>5</sup>.

---

5. La variation des termes de l'échange n'est pas le seul choc négatif ayant frappé l'économie de la Nouvelle-Zélande durant cette période. Le secteur agricole a pâti d'une grave sécheresse, ce qui a nui à l'économie. La récession n'était pas due qu'à une erreur de politique monétaire : la malchance s'est aussi mise de la partie. Voir Drew et Orr (1999) et Brash (2000).



La Banque de réserve de Nouvelle-Zélande s'est finalement rendu compte de son erreur et a renversé la vapeur, abaissant sensiblement les taux d'intérêt à partir de juillet 1998, après que l'économie fut entrée en récession. Mais il était déjà trop tard. La banque centrale a également reconnu les problèmes liés à l'utilisation de l'ICM comme indicateur de la politique monétaire et a abandonné cet indice en 1999. Elle mène maintenant sa politique monétaire d'une manière plus traditionnelle, en se servant pour cela du taux des fonds à un jour, et elle attache beaucoup moins d'importance au taux de change dans ses délibérations en matière de politique monétaire.

Lorsqu'elles se sont dotées de cibles d'inflation, les autorités chiliennes ont elles aussi défini pour le taux de change une plage de fluctuation assortie d'une parité à crémaillère qui était plus ou moins rattachée à un taux d'inflation intérieur retardé. L'accent mis sur le taux de change a conduit à une grave erreur de politique en 1998, la banque centrale ayant craint que sa crédibilité ne soit emportée dans la tourmente financière si elle laissait le taux de change se déprécier après les difficultés survenues sur les marchés financiers dans le sillage de la crise en Asie de l'Est et de l'effondrement de l'économie de la Russie. Au lieu d'assouplir la politique monétaire face au choc négatif survenu au chapitre des termes de l'échange, la banque centrale a relevé les taux d'intérêt (en septembre 1998, le taux interbancaire dépassait ainsi 30 % sur base annuelle) et elle a même rétréci la plage de fluctuation du taux de change. Avec le recul, ces décisions semblent avoir été mal inspirées. L'inflation est passée sous la cible et l'économie a connu sa première récession des années 1990. Pour la première fois depuis l'adoption de cibles d'inflation en 1990, la banque centrale a été vivement critiquée, et le soutien à l'égard de l'indépendance de la banque centrale et des cibles fixées a faibli. En 1999, les autorités monétaires ont fait marche arrière et assoupli leur politique monétaire en abaissant les taux d'intérêt et en permettant une dépréciation du peso.

Le contraste entre l'expérience vécue durant cette période par la Nouvelle-Zélande et le Chili et celle de l'Australie, une autre petite économie ouverte s'étant dotée de cibles d'inflation, est frappant. Avant l'adoption de cibles d'inflation en 1994, la Banque de réserve d'Australie laissait le taux de change flotter sans intervenir, surtout lorsque les variations de celui-ci étaient dues à un choc réel, par exemple une modification des termes de l'échange. Ainsi, devant la dévaluation survenue en Thaïlande en juillet 1997, la Banque de réserve s'est rendu compte qu'elle allait faire face à un choc négatif au chapitre des termes de l'échange, en raison de la forte proportion représentée par l'Asie dans son commerce extérieur, et qu'elle ne devait pas opposer de résistance à la dépréciation du dollar australien qui en résulterait inévitablement (voir Macfarlane, 1999, et Stevens, 1999).

Contrairement à la Nouvelle-Zélande, elle a abaissé immédiatement de 50 points de base le taux des fonds à un jour pour le ramener à 5 % et gardé ce taux à peu près à ce niveau jusqu'à la fin de 1998, où elle l'a réduit de 25 points encore.

L'établissement de cibles d'inflation a probablement permis à la Banque de réserve d'Australie d'assouplir sa politique de façon encore plus marquée en réaction à la crise asiatique et aide à comprendre pourquoi elle a agi avec une telle célérité. La Banque de réserve a fait savoir que cet assouplissement était nécessaire pour empêcher que l'inflation ne s'établisse au-dessous de la cible; de la sorte, elle a pu éviter que ce dernier ne renforce les attentes d'inflation. Les mesures prises par les autorités monétaires ont été couronnées de succès. Contrairement à ce qui s'est passé en Nouvelle-Zélande et au Chili, le taux de croissance de la production en termes réels est demeuré robuste durant toute cette période en Australie. En outre, il n'y a pas eu de retombées négatives sur le plan de l'inflation, en dépit de la dépréciation de près de 20 % du dollar australien par rapport au dollar É.-U. Les autorités ont conservé la maîtrise de l'inflation, qui a même reculé au cours de la période pour s'établir légèrement au-dessous de la fourchette cible de 2 à 3 %.

### **5.1 En somme, garder les yeux rivés sur l'inflation (et non sur le taux de change)**

L'analyse qui précède et l'expérience récente de pays comme le Chili, la Nouvelle-Zélande et l'Australie font nettement ressortir que, malgré ses préoccupations concernant le taux de change, la banque centrale doit garder les yeux rivés sur l'inflation. La réalisation de la cible d'inflation doit venir en tête des priorités au moment du réglage des instruments de politique monétaire.

L'accent mis sur la maîtrise de l'inflation implique-t-il que les banques centrales ne devraient attacher aucune importance au taux de change? Bien sûr que non. Le taux de change est un important canal de transmission de la politique monétaire. Selon la nature des chocs subis, son niveau a des effets importants sur l'inflation et la demande globale, en particulier dans une petite économie ouverte comme le Canada. Aussi la banque centrale doit-elle suivre de près l'évolution du taux de change et en tenir compte au moment de déterminer le réglage des instruments de politique monétaire. Une dépréciation du taux de change résultant d'une modification des portefeuilles nécessite un durcissement de la politique monétaire pour empêcher une hausse de l'inflation. Par contre, une dépréciation attribuable à un choc négatif au chapitre des termes de

l'échange appelle une réponse différente, soit un assouplissement de la politique monétaire, comme l'a opéré l'Australie en 1997.

Je pense que les banques centrales qui se fixent des cibles d'inflation devraient en général réagir aux fluctuations du taux de change comme elles le feraient à celles du prix des autres actifs, les actions par exemple<sup>6</sup>. Tout dépend des circonstances. Selon la nature des chocs et les conditions de départ, la politique monétaire devrait réagir de façon différente. Ce qui importe avant toute chose, c'est que la banque centrale ne soit pas perçue comme ayant une cible pour le taux de change ou pour le prix des actifs.

L'absence d'une cible pour le taux de change signifie-t-elle que les banques centrales devraient adopter une attitude de laisser-faire à l'endroit de ce taux? La question se pose tout particulièrement dans le cas des pays à marché émergent, comme je l'ai déjà souligné (Mishkin, 2000; Mishkin et Savastano, 2000). Pour les raisons examinées précédemment, il est possible que les pays à marché émergent qui ont une lourde dette libellée en devises ne soient pas en mesure de supporter de fortes dépréciations de leur monnaie, lesquelles peuvent démolir les bilans et déclencher une crise financière. Dans ces pays, les banques centrales peuvent donc être obligées d'atténuer les fluctuations « excessives » du taux de change, mais elles doivent indiquer clairement au public qu'elles n'empêcheront pas le taux de change d'atteindre, à des horizons plus éloignés, le niveau déterminé par le marché. Les motifs servant à justifier le lissage du taux de change devraient être les mêmes que ceux qui sous-tendent le lissage des taux d'intérêt, pratiqué par la plupart des banques centrales, même celles qui visent une cible d'inflation : l'objectif n'est pas de contrecarrer les fluctuations du prix d'un actif engendrées par le marché, mais d'atténuer les effets potentiellement déstabilisateurs de variations brusques de ce prix.

Qu'en est-il de l'ICM? Est-ce un guide utile pour la politique monétaire? De toute évidence, l'expérience de la Nouvelle-Zélande indique que l'utilisation de l'ICM comme cible est une très mauvaise idée. Mais l'ICM pourrait-il servir à guider la politique monétaire en tant que variable d'information? L'ICM ne donne pas non plus de bons résultats à ce titre. La Banque du Canada l'admet de plus en plus ouvertement, ainsi qu'en témoigne une allocution récente du sous-gouverneur Freedman (2000). L'ICM véhicule de l'information sur l'orientation de la politique monétaire à adopter en réaction au type de choc que le taux de change a subi en moyenne durant la période sur laquelle l'indice a été construit. Si les types de choc qui se produisent changent au fil du temps, il se peut que l'ICM se

---

6. La question de la manière dont une banque centrale ayant une cible d'inflation devrait réagir aux fluctuations du prix des actifs est complexe et comporte un grand nombre de subtilités que je n'examinerai pas ici, car elles débordent le cadre du présent exposé.

révèle un mauvais guide. De fait, Freedman donne à entendre que les pondérations accordées par la Banque à l'ICM ont été estimées sur une période où les réaménagements de portefeuilles exerçaient une influence déterminante sur le taux de change, alors qu'au cours des dernières années, les chocs réels ont joué un rôle prépondérant. Il se pourrait donc que les pondérations de l'ICM ne soient plus appropriées. En outre, les banques centrales disposent d'une grande quantité d'informations susceptibles de les aider à distinguer les types de choc que subit le taux de change. En évaluant au cas par cas les incidences d'une variation du taux de change sur la demande globale et sur l'inflation, les banques centrales seront mieux en mesure d'atteindre la cible d'inflation et d'éviter des ralentissements de l'activité économique.

Tout bien pesé, l'ICM est un concept imparfait qui a fait son temps. Il est vrai cependant que, dans une petite économie ouverte comme le Canada, les dirigeants de la banque centrale doivent accorder une grande attention au taux de change et qu'ils auront à l'occasion à évoquer les fluctuations du taux de change pour justifier les mesures de politique monétaire prises dans le but de maîtriser l'inflation. Lorsque la Banque du Canada a adopté l'ICM, c'était notamment pour que le public saisisse bien l'importance du taux de change dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Les problèmes que pose l'ICM l'emportent toutefois sur cet avantage. Dans une petite économie ouverte, une meilleure stratégie en matière de communication consiste pour la banque centrale à discuter ouvertement de l'importance que présentent des fluctuations particulières du taux de change dans le processus d'inflation et à bien expliquer les mesures nécessaires pour respecter la cible d'inflation.

## Conclusions

Grâce à l'adoption de cibles d'inflation au début des années 1990, les banques centrales ont réussi à contenir l'inflation tout en favorisant une forte croissance économique. De fait, le Canada offre un excellent exemple de la manière dont on peut mener avec succès une politique axée sur la poursuite de cibles d'inflation, et la Banque du Canada apparaît comme l'un des phares avancés dans ce domaine, comme je l'ai indiqué dans le livre que j'ai écrit avec Bernanke, Laubach et Posen (voir Bernanke et coll., 1999). Cela ne signifie pas pour autant que les banques centrales qui visent un taux d'inflation peuvent se reposer sur leurs lauriers. Une stratégie de ce genre doit être constamment perfectionnée. J'espère que l'examen que j'ai fait des diverses questions non résolues à ce jour apportera une contribution, si modeste soit-elle, à la réalisation de cet objectif.

## Bibliographie

- Akerlof, G. A., W. T. Dickens et G. L. Perry (1996). « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-59.
- Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (2000). *Monetary Policy Statement, March 2000*, Wellington, Reserve Bank of New Zealand.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin et A. S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton, Princeton University Press.
- Bernanke, B. S. et F. S. Mishkin (1997). « Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n° 2, p. 97-116.
- Black, R., T. Macklem et D. Rose (1998). « Des règles de politique monétaire permettant d'assurer la stabilité des prix ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu par la Banque du Canada, mai 1997, Ottawa, Banque du Canada, p. 445-502.
- Boskin, M. J., E. R. Dulberger, R. J. Gordon, Z. Griliches et D. W. Jorgenson (1996). « Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living », Final Report to the U.S. Senate Finance Committee, décembre.
- Brash, D. T. (2000). « Inflation Targeting in New Zealand, 1988–2000 », allocution prononcée devant le Trans-Tasman Business Circle, 9 février, Melbourne, Reserve Bank of New Zealand.
- Crawford, A., J.-F. Fillion et T. Laflèche (1998). « L'IPC est-il une mesure adéquate pour la définition de la stabilité des prix? ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu par la Banque du Canada, mai 1997, Ottawa, Banque du Canada, p. 41-78.
- Dittmar, R., W. T. Gavin et F. E. Kydland (1999). « Price-Level Uncertainty and Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 81, n° 4, p. 23-33.
- 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.
- Drew, A. et A. Orr (1999). « The Reserve Bank's Role in the Recent Business Cycle: Actions and Evolution », *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 62, n° 1, p. 5-24.
- Feldstein, M. S. (1997). « Capital Income Taxes and the Benefit of Price Stability », document de travail n° 6200, National Bureau of Economic Research.
- Fischer, S. (1994). « Modern Central Banking ». In : *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer et N. Schnadt, Cambridge, Cambridge University Press, p. 262-308.
- Fisher, I. (1933). « The Debt-Deflation Theory of Great Depressions », *Econometrica*, vol. 1, n° 4, p. 337-357.
- Freedman, C. (2000). « The Framework for the Conduct of Monetary Policy in Canada: Some Recent Developments », notes d'un exposé fait devant l'Ottawa Economics Association, 25 janvier, Banque du Canada.
- Groshen, E. L. et M. E. Schweitzer (1996). « The Effects of Inflation on Wage Adjustments in Firm-Level Data: Grease or Sand? », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* n° 9, p. 1-62.
- (1999). « Identifying Inflation's Grease and Sand Effects in the Labor Market ». In : *The Costs and Benefits of Price Stability*, sous la direction de M. Feldstein, Chicago, University of Chicago Press, p. 273-308.
- Haldane, A. G. et C. K. Salmon (1995). « Three Issues in Inflation Targets ». In : *Targeting Inflation*, sous la direction de A. G. Haldane, Londres, Banque d'Angleterre, p. 170-201.
- King, M. (1996). « How Should Central Banks Reduce Inflation?—Conceptual Issues ». In : *Achieving Price Stability*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 53-91.
- (1999). « Challenges for Monetary Policy: New and Old ». In : *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 11-57.
- Macfarlane, I. J. (1999). « Statement to Parliamentary Committee ». In : *Reserve Bank of Australia Bulletin* (janvier), p. 16-20.

- McCallum, B. T. (1999). « Issues in the Design of Monetary Policy Rules ». In : *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1C, sous la direction de J. B. Taylor et M. Woodford, Amsterdam, North-Holland Publishing Company.
- Meltzer, A. H. (1995). « Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, n° 4, p. 49-72.
- Mishkin, F. S. (1978). « The Household Balance Sheet and the Great Depression », *Journal of Economic History*, vol. 38, n° 4, p. 918-937.
- (1991). « Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective ». In : *Financial Markets and Financial Crises*, sous la direction de R. G. Hubbard, Chicago, University of Chicago Press, p. 69-108.
- (1996a). « Les canaux de transmission monétaire : leçons pour la politique monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, vol. 27, p. 91-105. < <http://www.banque-france.fr/fr/bulletin/main.htm> >.
- (1996b). « Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective ». In : *Annual World Bank Conference on Development Economics*, sous la direction de M. Bruno et B. Pleskovic, Washington, Banque mondiale, p. 29-62.
- (1997). « The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers ». In : *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Kansas City, Federal Reserve Bank of Kansas City, p. 55-96.
- (1998). « Promoting Japanese Recovery ». In : *Towards the Restoration of Sound Banking Systems in Japan—the Global Implications*, sous la direction de K. Ishigaki et H. Hino, Kobe, Kobe University Press et Fonds monétaire international, p. 130-161.
- (1999a). « International Experiences with Different Monetary Policy Regimes », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 3, p. 579-605.
- (1999b). « Central Banking in a Democratic Society: Implications for Transition Countries ». In : *Central Banking, Monetary Policies and the Implications for Transition Economies*, sous la direction de M. Blejer et M. Skreb, Boston, Kluwer Academic Publishers, p. 30-53.
- (1999c). « Lessons from the Asian Crisis ». In : *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, n° 4, p. 709-723.
- (2000). « Inflation Targeting in Emerging-Market Countries », *American Economic Review*, vol. 90, n° 2 (mai), p. 105-109.
- Mishkin, F. S. et M. A. Savastano (2000). « Monetary Policy Strategies for Latin America », document de travail n° 7617, National Bureau of Economic Research.
- Moulton, B. R. (1996). « Bias in the Consumer Price Index: What Is the Evidence? », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, n° 4, p. 159-177.
- Poole, W. (1999). « Is Inflation Too Low? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 81, n° 4, p. 3-10.
- Romer, C. D. (1992). « What Ended the Great Depression? », *Journal of Economic History*, vol. 52, n° 4, p. 757-784.
- Shapiro, M. D. et D. W. Wilcox (1996). « Mismeasurement in the Consumer Price Index, An Evaluation ». In : *NBER Macroeconomics Annual*, sous la direction de B. S. Bernanke et J. J. Rotemberg, Cambridge, MIT Press, p. 93-142.
- Sherwin, M. (1999). « Inflation Targeting: 10 Years On », allocution prononcée devant la New Zealand Association of Economists Conference, Rotorua (Nouvelle-Zélande), 1<sup>er</sup> juillet, Reserve Bank of New Zealand.
- Stevens, G. R. (1999). « Six Years of Inflation Targeting », *Reserve Bank of Australia Bulletin* (mai), p. 46-61.
- Stevens, G. et G. Debelle (1995). « Monetary Policy Goals for Inflation in Australia ». In : *Targeting Inflation*, sous la direction de A. G. Haldane, Londres, Banque d'Angleterre, p. 81-100.
- Summers, L. (1991). « How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 23, n° 3, partie 2, p. 625-631.

- Svensson, L. E. O. (1997). « Inflation Targeting: Some Extensions », document de travail n° 5962, National Bureau of Economic Research.
- Svensson, L. E. O. (1999). « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 31, n° 3, partie 1, p. 277-295.
- Taylor, J. B., dir. (1999). *Monetary Policy Rules*. Chicago, University of Chicago Press pour le National Bureau of Economic Research.
- Vestin, D. (2000). « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting in a Forward-Looking Model », Institute for International Economic Studies, Université de Stockholm, photocopie.
- Woodford, M. (1999). « Inflation Stabilization and Welfare », Princeton University, photocopie.

