

Note documentaire

La conduite de la politique monétaire dans quatre pays ayant adopté des cibles en matière d'inflation

*Robert Lafrance**

Dans les années 90, plusieurs pays ont axé leur politique monétaire sur la réalisation de cibles explicites en matière d'inflation, dans la foulée de la Nouvelle-Zélande et du Canada¹. Ces cibles visaient à concrétiser l'engagement des autorités de ces pays de ramener l'inflation à un bas niveau et de l'y maintenir. En guise de toile de fond à la table ronde du colloque, nous nous proposons de faire ici un tour d'horizon des programmes appliqués dans quatre pays ayant adopté des cibles à l'égard de l'inflation — la Nouvelle-Zélande, le Canada, le Royaume-Uni et la Suède. Nous exposerons les circonstances dans lesquelles ces cibles ont été établies, les raisons qui ont motivé leur adoption, leurs principales caractéristiques ainsi que l'influence qu'elles ont exercée sur la manière dont les autorités monétaires rendent compte de leur action. Nous examinerons les pays dans l'ordre où ils ont adopté des cibles à l'égard de l'inflation. En conclusion, nous décrirons les modalités communes aux divers cadres de politique

1. Bien des pays ont adopté des objectifs de réduction de l'inflation, mais, d'après Almeida et Goodhart (1996), une poignée d'entre eux seulement peuvent être considérés comme des pays ayant établi de véritables cibles en la matière. Dans ces pays, le seul objectif intermédiaire de la politique monétaire consiste à atteindre, conformément à un engagement officiel des autorités monétaires, une cible chiffrée, et donc clairement définie, en matière d'inflation. Almeida et Goodhart rangent sept pays dans cette catégorie : l'Australie, le Canada, l'Espagne, la Finlande, la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suède. Israël pourrait accéder à ce groupe si les considérations relatives au taux de change en viennent à peser moins lourd dans les décisions des autorités monétaires.

* *Le présent document, qui n'a pas fait l'objet d'un exposé mais avait été remis aux participants avant le colloque, a servi d'amorce à la table ronde consacrée aux résultats obtenus par divers pays dans l'application de cibles en matière d'inflation.*

monétaire, qui sont résumées au Tableau 1, et indiquerons dans quelle mesure les autorités concernées ont réussi à maintenir l'inflation dans les fourchettes visées.

La Nouvelle-Zélande

La Nouvelle-Zélande a adopté des cibles en matière d'inflation dans le cadre d'une réforme en profondeur de son économie. Après une période de croissance lente et d'inflation relativement élevée (d'après les critères de l'OCDE) pendant les années 70 et au début des années 80, un important train de réformes économiques a été mis en œuvre au milieu de la décennie 80. Les activités économiques et financières ont été libéralisées, les mécanismes de contrôle, la réglementation et les subventions faisant place à des politiques publiques s'inspirant des mécanismes du marché.

En mars 1985, la Nouvelle-Zélande a opté pour un régime de changes flottants. Sa banque centrale s'est alors trouvée à même de mener une politique monétaire indépendante et s'est fixé pour tâche de réduire en permanence l'inflation. Comme on pouvait douter, en raison de la déréglementation des activités financières, de l'utilité de cibles purement monétaires, la banque centrale a fondé sa politique sur l'observation d'un ensemble d'indicateurs (méthode dite de la « liste de pointage »), dont le taux de change, les taux d'intérêt, les agrégats monétaires, les attentes relatives à l'inflation et la production réelle.

À mesure que l'inflation diminuait pendant la deuxième moitié des années 80, les objectifs visés en matière d'inflation se faisaient plus ambitieux et précis, débouchant sur une définition explicite de la stabilité des prix. La loi régissant la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, entrée en vigueur le 1^{er} février 1990, oblige cette dernière à réaliser et à maintenir la stabilité des prix et prévoit un mécanisme pour inciter les autorités à atteindre cet objectif. Elle tient la banque centrale responsable de la stabilité des prix et l'oblige à rendre compte de ses résultats à ce chapitre. Les principales dispositions de la loi sont les suivantes :

- Le ministre des Finances et le gouverneur de la banque centrale concluent un accord dans lequel sont déterminées les cibles à atteindre en matière d'inflation et les circonstances dans lesquelles il serait permis de s'en écarter.
- Le gouverneur doit rendre compte des résultats de la politique monétaire et est passible de sanctions en cas de résultats insatisfaisants. Il est également tenu de présenter, au moins tous les six mois, un énoncé de politique décrivant la manière dont la politique monétaire va être mise en œuvre afin d'atteindre l'objectif de stabilité des prix.

- Le gouvernement peut ultimement prendre en charge la politique monétaire pendant une période d'au maximum douze mois, en établissant de son propre chef de nouvelles cibles de politique monétaire dans un décret déposé au Parlement.

Les cibles établies à l'égard de l'inflation sont exprimées en fonction du taux d'augmentation de l'indice des prix à la consommation (IPC) sur douze mois². Les limites de la première fourchette cible annoncée en avril 1990 ont été fixées temporairement à 3 et 5 %. En décembre 1992, elles ont été ramenées à 0 et 2 %. Elles ont été portées à 0 et 3 % en décembre 1996, après des discussions entre la banque centrale et le nouveau gouvernement de coalition formé à l'issue des élections d'octobre. Comme nous l'avons indiqué, l'accord précisant les cibles de politique monétaire permet de s'écarter de la fourchette visée en raison de : 1) l'incidence directe sur l'IPC des variations de taux d'intérêt représentés dans cet indice; 2) l'incidence directe sur l'IPC de chocs subis par le niveau général des prix à la suite de catastrophes naturelles ou de modifications du taux de la taxe sur les produits et services (TPS); 3) l'incidence directe sur l'IPC de modifications importantes des prix relatifs. Les autorités cherchent à influencer plus directement une mesure de l'inflation fondamentale ou sous-jacente qui corrige l'effet, sur l'IPC, des chocs dus aux causes mentionnées précédemment ainsi que l'effet des taux d'intérêt. En pratique, la banque centrale doit surtout rendre compte des résultats qu'elle obtient au chapitre de la tenue de l'inflation sous-jacente.

Ainsi que l'exige sa loi organique, la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande produit tous les six mois, depuis avril 1990, un énoncé de politique monétaire qui explique ses interventions. Conscientes des retards qui caractérisent la transmission des mesures de politique monétaire, les autorités réagissent aux tensions inflationnistes anticipées. Leur énoncé de politique offre une évaluation détaillée de la situation macroéconomique et des tendances de l'inflation, une prévision conditionnelle de la hausse des prix et un aperçu des attentes relatives à l'inflation. Le document revient sur les prévisions antérieures d'inflation et les interventions passées des autorités et cerne les principaux risques pesant sur l'évolution de l'inflation. De cette analyse découle l'orientation souhaitée de la politique monétaire à court terme. (Au cours des trimestres situés entre deux parutions de l'énoncé de politique monétaire, la banque centrale fait part de ses prévisions de l'inflation dans un bulletin où elle publie ses projections économiques.)

La Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande s'est dotée récemment d'un indicateur des conditions monétaires ou ICM, suivant en cela l'exemple de la Banque du Canada, pour pouvoir mieux évaluer

2. Étant donné que seuls les prix des aliments sont recueillis à une fréquence mensuelle, l'IPC est publié chaque trimestre. Son évolution sur douze mois est considérée comme l'équivalent d'une variation sur quatre trimestres.

l'orientation de la politique monétaire (livraison de décembre 1996 du *Monetary Policy Statement*). Dans une économie ouverte, la politique monétaire influe sur le rythme de l'activité économique et de l'inflation en agissant sur les taux d'intérêt et les taux de change. L'ICM réunit en une seule mesure un taux d'intérêt et un taux de change selon leur effet relatif estimé sur la demande globale. Les calculs effectués en Nouvelle-Zélande indiquent qu'une hausse de 2 % du taux de change réel pondéré par le commerce extérieur équivaut à peu près à une augmentation de 100 points de base du taux d'intérêt réel à 90 jours.

L'ICM joue un rôle dans l'évaluation quotidienne de la conjoncture monétaire, aidant notamment à déterminer si l'évolution relative de ses composantes influe sur le niveau global des conditions monétaires et, par conséquent, sur le degré de restriction monétaire appliqué à l'économie. La banque centrale se sert de l'ICM pour indiquer aux opérateurs du marché si elle juge les conditions monétaires globales appropriées à la poursuite de ses objectifs. Elle agit sur les conditions monétaires surtout grâce à son influence sur la demande d'encaisses de règlement et sur l'ensemble des taux d'intérêt. Elle procède normalement à ces ajustements par voie d'annonces (p. ex. en publiant ses projections économiques et ses énoncés de politique monétaire). Les encaisses de règlement détenues à la banque centrale — qui constituent en principe le levier utilisé par les autorités pour influencer sur les conditions du marché — ne sont habituellement mises à contribution qu'en dernier ressort pour modifier les conditions monétaires. Les modifications du niveau des encaisses de règlement sont très rares et donnent généralement lieu à l'émission d'un communiqué.

Le Canada

L'obtention d'une faible inflation est depuis longtemps l'objectif de la politique monétaire au Canada. De 1975 à 1982, celle-ci a visé à réduire progressivement le taux d'inflation en prenant pour cible l'agrégat monétaire au sens étroit M1. Cette cible a été abandonnée en 1982, lorsqu'il est apparu que les innovations intervenues sur les marchés financiers avaient affaibli la relation entre M1 et la dépense nominale. Même si aucune cible intermédiaire explicite n'a été en vigueur de 1982 à 1991, les autorités monétaires ont continué de viser la réduction de l'inflation.

En février 1991, la Banque du Canada et le gouvernement fédéral ont annoncé conjointement des cibles explicites de réduction de l'inflation qui devaient mener à la stabilité des prix³. L'annonce de ces cibles avait aussi

3. Le désir de réduire l'inflation afin de parvenir, à terme, à la stabilité des prix a été exprimé de façon très claire par le gouverneur de l'époque, John Crow, dans une conférence donnée le 18 janvier 1988 à l'Université de l'Alberta sous les auspices de la Fondation Hanson.

pour but d'ancrer les attentes en matière d'inflation, notamment face à l'important choc subi par les prix lors de l'entrée en vigueur, début 1991, de la TPS. Fondamentalement, les cibles de réduction de l'inflation exprimaient l'engagement à long terme des autorités de parvenir à la stabilité des prix. Comme l'indiquait le communiqué de presse publié à cette occasion, « en établissant des cibles précises, [...] les autorités monétaires entendent encourager les Canadiens à fonder leurs décisions en matière économique sur l'orientation à la baisse annoncée pour l'inflation afin que le ralentissement poursuivi soit atteint plus aisément » (Banque du Canada, 1991b, p. 6).

Cet objectif a été réitéré par le gouvernement et la Banque lors de la nomination d'un nouveau gouverneur en décembre 1993, et la période d'application de la fourchette cible qui avait été fixée jusqu'à la fin de 1995 a été prolongée de trois ans. D'ici la fin de 1998, une nouvelle fourchette cible compatible avec la stabilité des prix sera arrêtée.

Les cibles en matière d'inflation sont définies par rapport au taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC, l'indicateur le plus pertinent de l'inflation pour la majorité des Canadiens. Une fourchette de variation de ± 1 point de pourcentage a été établie autour de taux cibles de 3 % pour la fin de 1992, de 2,5 % pour le milieu de 1994 et de 2 % pour la fin de 1995. Bien que les cibles soient exprimées en fonction de l'IPC global, la Banque du Canada se concentre à court terme sur une variante de cet indice qui exclut les prix des aliments et de l'énergie ainsi que l'effet des impôts indirects, appelée indice de référence, car elle la considère comme plus représentative des tensions inflationnistes sous-jacentes. Si, toutefois, une divergence persistante devait se manifester entre l'IPC global et l'indice de référence, la Banque prendrait les mesures voulues pour atteindre les cibles fixées en fonction de l'IPC global. Dans des circonstances exceptionnelles, comme une catastrophe naturelle de grande envergure ou une forte hausse des prix du pétrole, les autorités peuvent réexaminer la trajectoire visée pour l'inflation afin de déterminer si elle demeure réaliste ou appropriée.

Les interventions de la Banque sont axées sur l'avenir en raison des décalages qui caractérisent la transmission de la politique monétaire. La Banque établit chaque trimestre des projections à l'aide d'un modèle interne dans lequel les attentes jouent un rôle important, afin de tracer le sentier d'évolution des conditions monétaires qui serait compatible à moyen terme avec les cibles fixées en matière d'inflation (Duguay et Poloz, 1994; Longworth et Freedman, 1995). Ces projections sont aussi réévaluées à mi-chemin à la lumière des nouveaux renseignements reçus.

Les conditions monétaires tiennent compte à la fois de l'évolution du taux d'intérêt à court terme et de celle du taux de change. L'incidence relative de ces deux composantes sur la demande globale est reflétée par

l'indice des conditions monétaires ou ICM. Au Canada, on estime qu'une hausse de 100 points de base, en termes réels, du taux du papier commercial à 90 jours produit à peu près le même effet, sur la demande globale, qu'une augmentation de 3 % du taux de change effectif réel du dollar canadien. L'ICM sert de cible opérationnelle à court terme aux autorités monétaires, lesquelles sont conscientes que, dans les faits, la combinaison de taux d'intérêt et de taux de change qui détermine les conditions monétaires relève du marché (Freedman, 1994).

La Banque du Canada agit sur l'ICM grâce à l'influence qu'elle exerce sur le taux des fonds à un jour. Depuis le milieu de 1994, elle fixe pour ce taux une fourchette opérationnelle de 50 points de base, à l'intérieur de laquelle elle maintient le taux du marché en procédant à des opérations de pension. La Banque publie des communiqués de presse pour expliquer les modifications de sa fourchette opérationnelle. Depuis le 22 février 1996, le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de cette fourchette. (Auparavant, il était fixé à 25 points de base au-dessus du taux de rendement obtenu à l'adjudication des bons du Trésor à trois mois.)

Depuis mai 1995, le Conseil de direction de la Banque du Canada produit chaque semestre un *Rapport sur la politique monétaire*. Ce document expose l'évolution récente de l'inflation ainsi que les mesures prises par les autorités depuis la parution du rapport précédent. Il présente aussi les perspectives générales d'évolution de l'inflation (au sujet, par exemple, de la partie de la fourchette où le taux d'inflation devrait se situer au cours de la période à venir) et fournit un aperçu de l'orientation possible des conditions monétaires. La Banque juge essentiel de faire ainsi connaître sa stratégie et ses initiatives afin d'établir sa crédibilité et de rendre compte de son action.

La Banque est chargée de conduire au quotidien la politique monétaire pour atteindre les cibles établies en matière d'inflation. Toutefois, la *Loi sur la Banque du Canada* confère au ministre des Finances le pouvoir d'imposer ses décisions à la Banque en publiant une directive. Il est convenu que, s'il recevait une directive de ce genre, le gouverneur de la Banque devrait démissionner⁴. Cette situation ne s'est jamais présentée.

Le Royaume-Uni

À la fin des années 70 et au début des années 80, la politique britannique de lutte contre l'inflation reposait sur l'utilisation de cibles

4. Cette convention a été proposée par le gouverneur Rasminsky, le successeur de M. Coyne. Au début des années 60, celui-ci avait remis sa démission parce qu'il n'était pas d'accord avec le gouvernement de l'époque sur la conduite de la politique monétaire.

monétaires définies par rapport à l'agrégat au sens large M3, qui se sont révélées peu fiables en raison d'importantes modifications de la vitesse de circulation de la monnaie. En 1987 et 1988, les autorités monétaires ont pris le taux de change comme point d'ancrage nominal non officiel, en s'alignant sur le deutsche mark dans l'espoir de bénéficier du faible taux d'inflation observé en Allemagne. Puis, en octobre 1990, le Royaume-Uni a adhéré au mécanisme de change européen. Les pressions exercées par les marchés en réaction à une divergence des évolutions conjoncturelles au Royaume-Uni et en Allemagne devaient toutefois entraîner une forte dépréciation de la livre en septembre 1992, malgré des interventions massives de la Banque d'Angleterre. Le gouvernement britannique a alors adopté un régime de changes flottants et a opté en octobre 1992 pour des cibles explicites à l'égard de l'inflation, le but visé à long terme étant la stabilité des prix.

La cible en matière d'inflation est définie en fonction du taux d'augmentation sur douze mois de l'indice des prix de détail hors frais d'intérêt hypothécaire (RPIX). Les autorités ont fixé initialement les limites de la fourchette cible à 1 et 4 %, avec l'intention de ramener l'inflation dans la moitié inférieure de cette fourchette avant la dissolution du Parlement en exercice. En juin 1995, le chancelier de l'Échiquier a réitéré cette cible et en a prolongé la durée d'application. L'objectif visé était une inflation fondamentale (mesurée par RPIX) de 2,5 % ou moins. En juin 1997, le nouveau chancelier a remplacé la fourchette par une cible ponctuelle de 2,5 %.

La politique monétaire est conduite dans un cadre prospectif, de sorte que les décisions de taux d'intérêt sont prises à la lumière d'une évaluation des perspectives en matière d'inflation pour les deux années à venir. Le cadre actuel ne prévoit pas de circonstances dans lesquelles la politique monétaire pourrait viser un taux différent de la cible fixée à l'horizon de deux ans. Les autorités sont toutefois conscientes que des événements indépendants de leur volonté, comme des fluctuations des cours des produits de base, pourraient amener l'inflation à s'écarter temporairement de la fourchette cible. En raison du cadre prospectif qui a été adopté, elles ne réagissent cependant qu'aux modifications des facteurs de coût et de demande qui influent sur les perspectives en matière d'inflation. Depuis juin 1997, la Banque est tenue de s'expliquer dans une lettre ouverte adressée au chancelier dès que l'inflation s'écarte d'un point de pourcentage, dans un sens ou dans l'autre, de la cible.

Le chancelier avait demandé à la Banque d'Angleterre d'évaluer en toute indépendance les progrès accomplis dans la réalisation de l'objectif visé. C'est ce que la Banque fait depuis février 1993 dans son rapport trimestriel sur l'inflation. La publication de ce rapport, qui n'est pas avalisé par le Trésor, oblige la Banque à faire connaître au public son analyse des

tensions inflationnistes et la responsabilise. Le rapport sur l'inflation décrit l'évolution récente de l'économie, notamment celle de diverses mesures de l'inflation, des marchés financiers, de la demande globale, de la production et du marché du travail ainsi que le comportement des prix. Tous ces renseignements alimentent, après évaluation, une prévision de l'inflation à moyen terme reposant sur l'hypothèse que les taux d'intérêt à court terme resteront inchangés; cette prévision est entourée d'un intervalle de confiance. Depuis février 1996, l'intervalle en question est publié sous la forme d'une distribution des probabilités pour l'inflation attendue. Les prévisions sont arrêtées non pas au moyen d'un modèle macroéconomique de grande taille, mais à la lumière du jugement que les dirigeants de la Banque d'Angleterre et son personnel portent, en s'aidant de divers renseignements et outils d'analyse, sur les tensions inflationnistes sous-jacentes. Le rapport passe également en revue les prévisions d'inflation émanant du secteur privé. Il fournit en conclusion quelques indications d'ordre qualitatif sur l'orientation souhaitée de la politique monétaire du point de vue de la Banque.

Plusieurs changements ont également été apportés aux modalités institutionnelles afin de renforcer la crédibilité de la politique de lutte contre l'inflation. Les délibérations au sujet de la politique à suivre sont devenues plus ouvertes. Les rencontres qui avaient lieu chaque mois entre le gouverneur de la banque centrale et le chancelier pour discuter de la politique monétaire ont été officialisées, un compte rendu étant publié deux semaines après la rencontre suivante. Ce compte rendu exposait de façon complète l'évaluation que le gouverneur faisait des conditions monétaires et présentait aussi celle que les dirigeants de la Banque et les hauts fonctionnaires du Trésor faisaient de la situation et des tendances économiques lors de leurs rencontres préparatoires.

Le but de la banque centrale, dans la conduite de la politique monétaire, est de maintenir sur le marché une structure des taux d'intérêt à court terme qui cadre avec le niveau des taux officiels. La Banque d'Angleterre gère activement le rythme auquel elle approvisionne le marché monétaire en liquidités pendant la journée. Depuis mars 1997, elle se livre aussi à des pensions sur titres d'État dans le cadre de ses opérations quotidiennes.

Le 6 mai 1997, la Banque d'Angleterre s'est vue confier la responsabilité, sur le plan opérationnel, d'établir les taux d'intérêt de manière à atteindre le taux d'inflation cible de 2,5 % fixé par le gouvernement. Depuis ce jour, les décisions stratégiques relèvent du nouveau comité de la politique monétaire, qui se compose de neuf membres; quatre d'entre eux sont des experts de l'extérieur de la Banque nommés par le gouvernement. Le comité se réunit chaque mois et publie un communiqué

faisant état du taux fixé à la fin de la réunion. Dans les six semaines suivant celle-ci, le procès-verbal et la répartition des voix lors du vote sont également publiés. Les dirigeants de la Banque doivent comparaître à l'occasion devant le Comité du Trésor de la Chambre des communes afin de motiver leurs décisions; comme il a déjà été mentionné, ils doivent également adresser une lettre ouverte au chancelier lorsque l'inflation s'écarte d'un point de pourcentage ou plus du taux visé.

La Suède

À l'automne 1992, la couronne suédoise a fait l'objet d'une forte spéculation, en raison des craintes que suscitaient les perspectives économiques et les politiques publiques de la Suède. Malgré une défense acharnée de la Banque de Suède, le régime de changes fixes, qui depuis longtemps fournissait un point d'ancrage nominal à la Suède, a dû être abandonné, et le 19 novembre 1992, la couronne s'est mise à flotter. Un peu comme dans les années 30, lorsqu'une cible pour le niveau des prix avait été adoptée en Suède sur la recommandation d'un comité d'experts (Jonung, 1979), le gouverneur de la Banque de Suède a chargé son personnel et des universitaires d'étudier les options qui s'offraient aux autorités.

En janvier 1993, le Conseil de direction de la Banque de Suède annonçait que la politique monétaire allait continuer de viser la stabilité des prix en régime de changes flottants, mais que l'objectif serait plus clairement défini et consisterait à ramener le taux d'augmentation de l'IPC à 2 %, plus ou moins 1 point de pourcentage, d'ici 1995 et à l'y maintenir par la suite. La cible était jugée réaliste et conforme aux ambitions des autres pays européens. L'adoption d'une cible explicite présentait plusieurs avantages : elle devait limiter les incertitudes entraînées par le passage à un régime de changes flottants; elle devait contribuer à contenir les anticipations d'inflation; elle devait permettre au public de suivre les résultats obtenus par les autorités monétaires et ainsi responsabiliser ces dernières.

En mars 1993, un comité gouvernemental a recommandé des réformes institutionnelles visant à rendre la Banque de Suède plus indépendante et à inscrire l'objectif de stabilité des prix dans la loi. L'opposition politique a toutefois empêché le gouvernement de soumettre la proposition au Parlement.

Le Conseil de direction de la Banque de Suède comprend huit membres, dont sept sont nommés par le Parlement après chaque élection; ces membres choisissent ensuite le gouverneur, qui complète le Conseil, pour cinq ans. Le gouverneur peut être démis de ses fonctions n'importe quand, à la discrétion des autres membres du Conseil. De plus, grâce aux quatre voix dont il dispose, y compris celle, prépondérante, du

président, le parti (ou la coalition) au pouvoir a la possibilité d'imposer la politique monétaire de son choix.

Le 20 mai 1997, un accord a été conclu entre cinq partis représentés au Parlement suédois en vue d'accorder à la Banque de Suède une grande indépendance dans la conduite de la politique monétaire. L'accord comporte cinq dispositions majeures. Premièrement, l'objectif de stabilité des prix, exprimé sous la forme de cibles en matière d'inflation, doit être inscrit dans la loi. Deuxièmement, le gouvernement doit consulter la Banque de Suède au moment de décider du régime de change. Celle-ci sera chargée d'appliquer le régime et de définir la parité centrale et l'amplitude des marges de fluctuation si le gouvernement choisit un régime de changes fixes. Troisièmement, l'indépendance de la Banque de Suède en matière de politique monétaire sera garantie par un amendement constitutionnel. Quatrièmement, la politique monétaire relèvera d'un nouveau directeur, dont les membres seront nommés pour un mandat de six ans. Enfin, le Conseil de direction conservera des fonctions générales de surveillance et nommera les membres du directeur.

Comme nous l'avons indiqué, les cibles fixées à l'égard de l'inflation sont exprimées en fonction de l'IPC. La fourchette cible de 1 à 3 % est établie en moyenne annuelle plutôt que par référence à une période déterminée de douze mois. On ne prévoit pas expressément de circonstances particulières, telles qu'un important choc d'offre ou une modification notable des impôts indirects, dans lesquelles serait permis un écart temporaire par rapport à la cible, ces facteurs étant englobés dans la marge de tolérance qui entoure la cible établie⁵.

Comme les mesures de politique monétaire n'agissent sur l'inflation qu'avec de longs retards, la banque centrale est normalement dans l'incapacité de contrecarrer les chocs imprévus qui poussent le taux d'inflation au delà du niveau cible. La Banque de Suède a déclaré que, en pareille circonstance, elle s'efforcerait de ramener progressivement l'inflation dans la fourchette cible (Andersson et Berg, 1995). De plus, en ce qui concerne les variations de prix dues à une modification des impôts indirects et des subventions ou encore à des fluctuations imprévues des termes de l'échange, elle a indiqué qu'elle ne tenterait pas de s'opposer aux effets directs mais que, dans toute la mesure du possible, elle tâcherait d'éviter que ces chocs ne se répercutent sur les anticipations d'inflation. Toutefois, les effets directs d'une dépréciation de la couronne ne seraient

5. En 1993 et 1994, la Banque de Suède a dû composer avec les hausses de prix qui ont inévitablement fait suite à la dépréciation de la couronne et aux réformes fiscales. La politique monétaire a donc été orientée de manière à empêcher que les tensions inflationnistes découlant de cette dépréciation et des modifications des impôts indirects n'entraînent une hausse de l'inflation fondamentale.

plus tolérés, un fléchissement persistant de cette dernière étant considéré comme dû principalement au renforcement des attentes ayant trait à l'inflation.

Comme dans les autres pays dont il a été fait état, la politique monétaire en Suède influe sur l'économie par l'entremise des taux d'intérêt et du taux de change effectif. Même si la Banque de Suède calcule un indice des conditions monétaires et qu'elle s'y réfère au moment d'analyser l'orientation de la politique monétaire, ce dernier ne lui sert pas de cible opérationnelle (le taux de change se voit attribuer un poids relatif égal au tiers de celui du taux d'intérêt dans l'ICM de la Banque). En outre, ainsi qu'il a déjà été mentionné, les variations du taux de change qui tendent à être plus persistantes et donc à se répercuter sur le taux d'inflation sont prises en considération dans la conduite de la politique monétaire. En mai 1994, le taux des pensions à deux semaines est devenu le principal instrument de politique monétaire (alors que c'était auparavant le taux du financement à un jour ou le taux appliqué à la marge à ce type de prêts). En juillet 1996, la Banque de Suède a ramené l'échéance de ses opérations de pension à une semaine.

La Banque de Suède publie quatre fois l'an un rapport sur l'inflation. Le Conseil de direction y analyse les conséquences, pour la politique monétaire, de l'évaluation que le département des études économiques de la Banque fait de l'inflation, tandis que le gouverneur y présente les grandes conclusions qui se dégagent de l'analyse. Le rapport décrit les tendances et les anticipations actuelles en matière d'inflation et dégage les perspectives d'évolution des prix au cours des deux années à venir en se fondant sur différents facteurs (demande et offre globales, situation du marché du travail, politique budgétaire et indicateurs financiers). La publication de ce rapport est un moyen pour la Banque de Suède de faire connaître ses intentions aux marchés financiers et d'éviter de surprendre ceux-ci. Elle vise à alimenter le débat au sujet du rôle et de la conduite de la politique monétaire. Elle a également eu pour effet de responsabiliser davantage la Banque de Suède en l'obligeant à réévaluer périodiquement ses interventions passées.

Conclusions

Le cadre qui préside à la conduite de la politique monétaire dans chacun des quatre pays décrits est en gros le même (voir le Tableau 1). Dans chacun d'eux, l'objectif consiste à maintenir le taux d'augmentation des prix à la consommation à un bas niveau, et ce, dans une fourchette relativement étroite. De façon explicite ou tacite, les gouvernements ont donné leur appui à cet objectif. La politique est menée dans un esprit prospectif et se fonde sur des projections de l'inflation, qui, sous leur forme publiée, peuvent être

très détaillées (comme en Nouvelle-Zélande) ou simplement esquissées (comme c'est le cas au Canada).

Un changement notable qui est survenu dans la conduite de la politique monétaire dans ces quatre pays après l'adoption de cibles concernant l'inflation a été l'intensification des efforts déployés pour bien faire comprendre, par divers moyens, les mesures prises par les autorités monétaires et leurs intentions. Le public est maintenant mieux informé de l'action des autorités monétaires. Les banques centrales publient régulièrement des rapports dans lesquels elles évaluent les tensions inflationnistes et indiquent le sens dans lequel elles entendent agir. Elles y expliquent les mesures passées et y traitent des facteurs influant sur le réglage futur des outils à leur disposition. Les autorités ont donc davantage à rendre compte de leurs analyses et de leur action. En Nouvelle-Zélande et, plus récemment, au Royaume-Uni et en Suède, les autorités monétaires ont également accédé à une plus grande autonomie dans la conduite de la politique monétaire.

Même si l'adoption de cibles explicites en matière d'inflation a constitué un important changement du cadre de politique monétaire, on peut probablement affirmer que la conduite de la politique monétaire, en ce qui concerne les instruments utilisés et la compréhension du processus de transmission de cette dernière, n'a pas subi de transformation fondamentale dans ces pays — si ce n'est les répercussions évidentes du remplacement d'un régime de changes fixes par un régime de flottement dans les cas de la Suède et du Royaume-Uni. Le fait de se fixer un taux d'inflation cible fournit un cadre de décision et des balises pour la conduite de la politique monétaire, mais l'exécution au quotidien de celle-ci, dans les quatre pays en question, reste à la discrétion des autorités. Autrement dit, les cibles fixées en matière d'inflation représentent des objectifs, et non des règles explicites d'intervention. Les mesures de politique monétaire sont arrêtées en fonction de projections de l'inflation qui sont établies en combinant, selon des dosages divers, les résultats de modèles économétriques de prévision, l'information fournie par les indicateurs avancés et le jugement des spécialistes.

Les cibles représentent un moyen concret d'exprimer la volonté de parvenir à la stabilité des prix et de la maintenir. Les pays dont il est question ici avaient, à des degrés divers, une assez mauvaise réputation au chapitre de la lutte contre l'inflation avant qu'ils n'adoptent des cibles. L'annonce de cibles en matière d'inflation, puis le respect de celles-ci

apparaissaient comme un moyen de renforcer la crédibilité d'une politique monétaire axée sur la réduction et la maîtrise de l'inflation⁶.

Les Figures 1 à 4 illustrent les résultats obtenus jusqu'ici dans les quatre pays considérés. Les lignes verticales indiquent le moment auquel les cibles ont été annoncées pour la première fois. Le profil d'évolution de l'inflation (en données trimestrielles) est présenté pour les indices de prix choisis et, le cas échéant, la mesure de l'inflation fondamentale privilégiée par la banque centrale. Les zones ombrées représentent les fourchettes cibles. Ces dernières sont établies par interpolation à partir des objectifs annoncés pour des périodes déterminées⁷. L'adoption de cibles semble avoir porté ses fruits, encore qu'on puisse noter des écarts par rapport aux fourchettes annoncées, ce qui montre combien il est difficile de maintenir l'inflation dans une étroite fourchette de variation. Dans certains cas, ces écarts peuvent s'expliquer par des circonstances dérogatoires expressément prévues.

6. Étant donné que l'inflation a fléchi dans de nombreux pays au cours des années 90, que des cibles explicites y aient ou non été adoptées, il est difficile de se prononcer de manière catégorique sur l'utilité intrinsèque de ces cibles. Après avoir examiné l'expérience acquise dans l'utilisation de cibles et leur effet sur la conduite et l'efficacité de la politique monétaire, Almeida et Goodhart (1996) opinent qu'il est encore trop tôt pour tirer des conclusions : « Il faudra que s'écoule encore un certain temps avant que l'on puisse déterminer si les cibles adoptées en matière d'inflation ont un effet appréciable sur le comportement des banques centrales. Certains indices portent à croire que l'établissement de ces cibles a peut-être eu un effet positif, en particulier dans les pays qui les ont adoptées les premiers (la Nouvelle-Zélande et le Canada), mais les observations sont, pour la plupart, propres au pays considéré. Il est difficile de dégager un profil systématique applicable à tous les pays qui ont opté pour de telles cibles. » (Traduction, p. 58 de l'anglais)

7. En Nouvelle-Zélande, les fourchettes cibles sont fonction des fourchettes les plus récentes, lesquelles ont été établies à des dates différentes. Le premier accord, conclu en mars 1990, prévoyait une cible finale de 0 à 2 % pour la fin de 1992. En avril, la banque centrale annonçait des cibles intermédiaires pour la fin de 1990 et de 1991. Un nouvel accord, signé en décembre 1990, reportait la réalisation de la cible finale à la fin de 1993. Par la suite, en février 1991, la banque centrale a annoncé de nouvelles cibles intermédiaires pour décembre 1991 et décembre 1992. Un troisième accord a été conclu en décembre 1992, qui prévoyait que la cible devait s'appliquer de cette date à la fin du mandat du gouverneur, en 1998. Enfin, un quatrième accord, signé en décembre 1996, élargissait la fourchette cible, en portant ses limites à 0 et 3 %. C'est pourquoi nous avons représenté à la Figure 1 les fourchettes cibles suivantes : 3-5 % en 1991, 2,5-4,5 % en 1992, 0-2 % de 1993 à 1996 et 0-3 % en 1997.

Tableau 1
Cibles en matière d'inflation et cadres de politique monétaire appliqués dans les quatre pays considérés

	Nouvelle-Zélande	Canada	Royaume-Uni	Suède
Cible en matière d'inflation				
Adoptée le ^a	2 mars 1990	26 février 1991	8 octobre 1992	15 janvier 1993
Annoncée par	le gouverneur et le ministre des Finances, au terme de la conclusion d'un accord	le gouvernement et la banque centrale	le gouvernement	la banque centrale
Indice	IPC, avec dérogations particulières	IPC	RPIX ^b	IPC
Cible (actuelle)	0-3 %	1-3 %	2,5 %	2 % (\pm 1 point de pourcentage)
Horizon (actuel)	Fin du mandat du gouverneur : août 1998	Fin de 1998	À partir de la mi-1997	À partir de 1995
Inflation fondamentale ^c	Inflation sous-jacente : IPC corrigé de facteurs particuliers	IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects	Diverses mesures décrites dans le rapport sur l'inflation	UNDI : IPC, à l'exclusion des frais d'intérêt hypothécaire et de l'effet des impôts indirects et des subventions UND2 : UNDI hors mazout et carburants
Circonstances dérogatoires ^d	Explicites	Explicites	Aucune	Aucune
Cadre de politique				
Projections de l'inflation	Horizon de 2 à 3 ans	Non publiées ^e	Horizon de 2 ans	Horizon de 1 à 2 ans
Principaux indicateurs	Taux de change, écart de production, attentes relatives à l'inflation, croissance de la masse monétaire et du crédit	Écart de production, M2+, M1, salaires	Écart de production, attentes relatives à l'inflation, M0, M4	Attentes relatives à l'inflation, courbe de rendement, écart de production
Cible opérationnelle	Indicateur des conditions monétaires	Indice des conditions monétaires	Plusieurs mesures différentes	Aucune
Instrument d'intervention	Encaissements de règlement	Fourchette opérationnelle pour le taux à un jour	Taux des pensions	Taux des pensions

(suite)

Tableau 1 (suite)

Cibles en matière d'inflation et cadres de politique monétaire appliqués dans les quatre pays considérés

	Nouvelle-Zélande	Canada	Royaume-Uni	Suède
Communications				
Énoncé de politique ou rapport sur l'inflation	Deux fois l'an	Deux fois l'an	Chaque trimestre	Chaque trimestre
Communiqués	Émis lors de la publication des projections économiques trimestrielles ou de modifications du niveau cible des encaisses de règlement	Émis lors de modifications de la fourchette officielle des taux d'intérêt	Faisant état des décisions prises à chaque réunion du Comité de la politique monétaire	Émis lors de modifications de la fourchette officielle des taux d'intérêt
Rapports au gouvernement	Comité parlementaire des finances et des dépenses	Le gouverneur rencontre le ministre des Finances et compare devant les comités de la Chambre des communes et du Sénat	Les dirigeants de la Banque rendent compte de leur action au Comité restreint du Trésor de la Chambre des communes; une lettre ouverte est adressée au chancelier de l'Échiquier chaque fois que l'inflation s'écarte de la cible d'un point de pourcentage ou plus	Parlement
Autres	Discours et commentaires des hauts dirigeants, travaux de recherche	Publication des observations faites par le gouverneur devant le Conseil d'administration, discours des hauts dirigeants, travaux de recherche	Publication du procès-verbal des réunions du Comité de la politique monétaire, discours des hauts dirigeants, travaux de recherche	Discours des hauts dirigeants, travaux de recherche

- a. Date initiale de l'adoption de cibles
- b. Indice des prix de détail hors frais d'intérêt hypothécaire
- c. Mesure de l'inflation qui représente le mieux, d'après les autorités monétaires, les tensions inflationnistes sous-jacentes
- d. Dans le cas du Canada : importants chocs d'offre et effet des modifications des impôts indirects. Dans le cas de la Nouvelle-Zélande : 1) effet direct des variations des taux d'intérêt représentés dans l'IPC; 2) effet direct des chocs ponctuels subis par le niveau général des prix par suite de catastrophes naturelles ou de modifications du taux de la TPS; 3) effet direct de variations importantes des prix relatifs.
- e. Une fourchette indicative de l'évolution de l'inflation prévue pour les six à douze mois à venir est publiée dans le *Rapport sur la politique monétaire*.

Figure 1
Inflation en Nouvelle-Zélande (IPC)

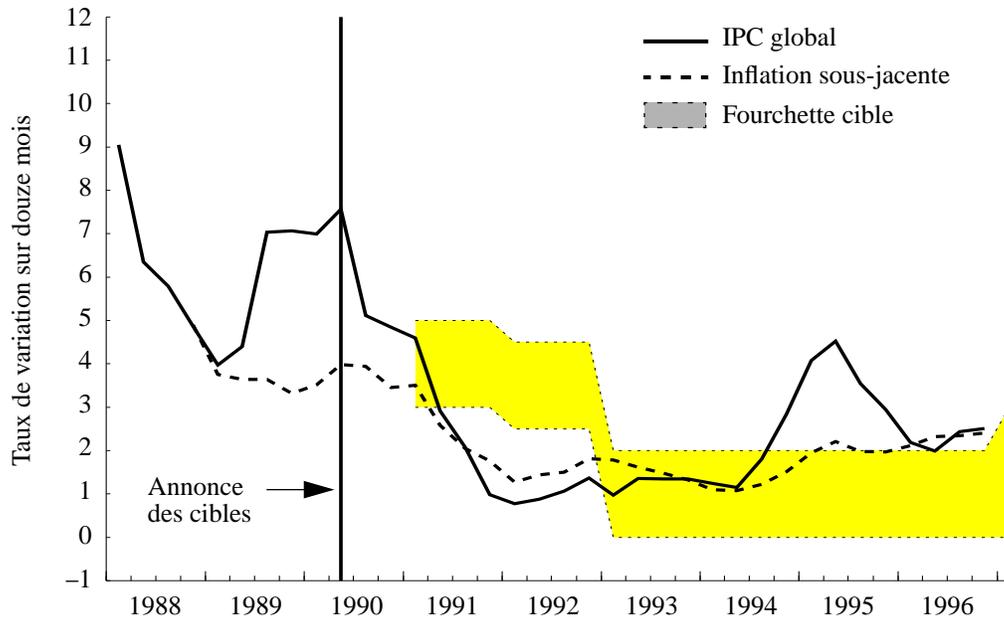


Figure 2
Inflation au Canada (IPC)

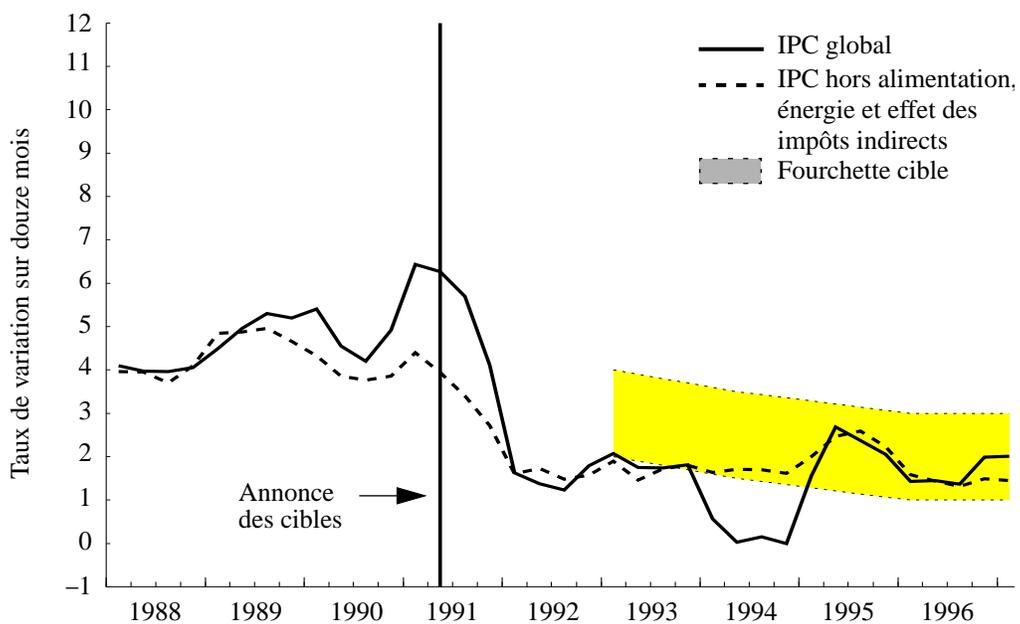


Figure 3

Inflation au Royaume-Uni (RPIX)

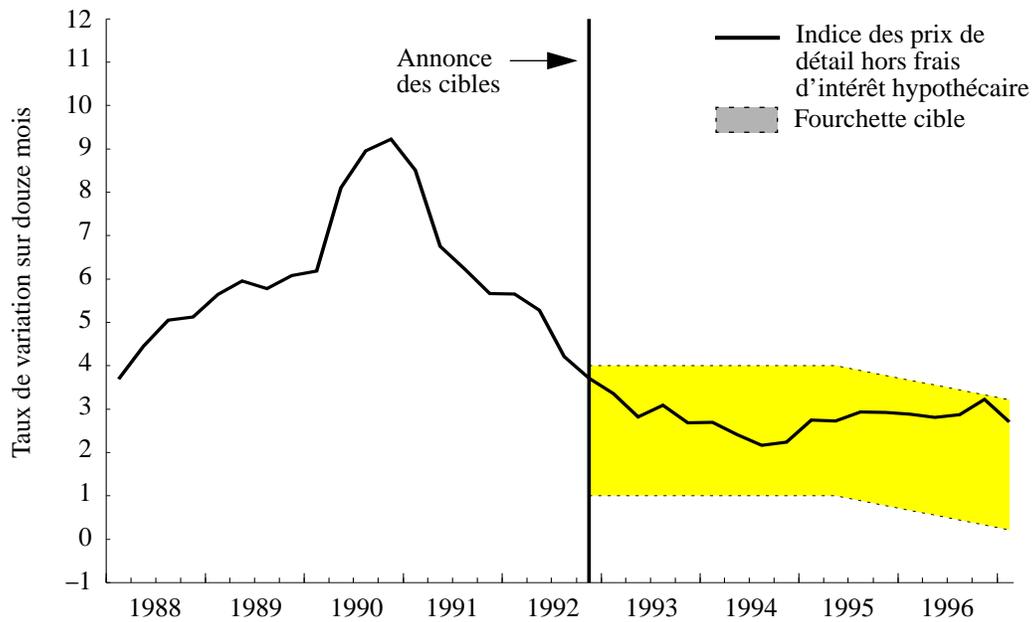
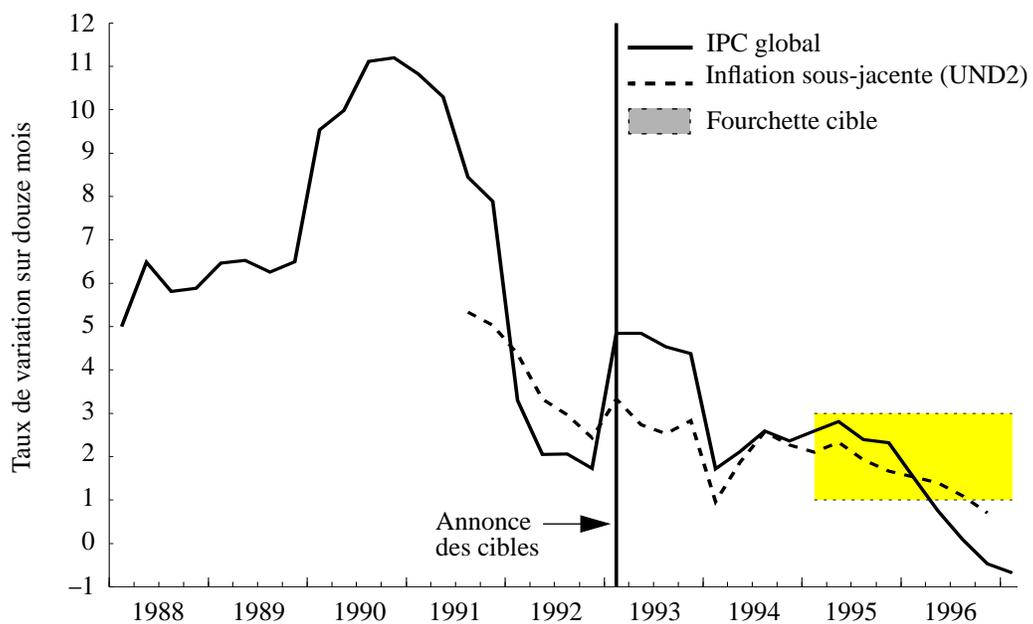


Figure 4

Inflation en Suède (IPC)



Bibliographie

- Almeida, A. et C. A. E. Goodhart (1996). « Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour? », ébauche, juillet, Financial Markets Group, London School of Economics.
- Andersson, K. et C. Berg (1995). « The Inflation Target in Sweden ». In : *Targeting Inflation*, publié sous la direction de A. G. Haldane, Londres, Banque d'Angleterre, p. 207-225.
- Banque d'Angleterre (1996). *Bank of England Quarterly Bulletin*, novembre.
- . *Inflation Report*, divers numéros.
- Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande. *Monetary Policy Statement*, divers numéros.
- Banque de Suède. *Inflation and Inflation Expectations in Sweden*, divers numéros.
- Banque du Canada (1991a). « Document d'information sur les cibles », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 9-15.
- (1991b). « Communiqué de presse : Les cibles de réduction de l'inflation », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 5-6.
- (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.
- . *Rapport sur la politique monétaire*, divers numéros.
- Bowen, A. (1995). « British Experience with Inflation Targetry ». In : *Inflation Targets*, publié sous la direction de L. Leiderman et L. E. O. Svensson, Londres, Centre for Economic Policy Research, p. 53-68.
- Crow, J. (1988). « La politique monétaire à l'œuvre au Canada », conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, *Revue de la Banque du Canada*, février, p. 3-17.
- Duguay, P. et S. Poloz (1994). « Le rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada », initialement paru en anglais dans *Analyse de Politiques*, vol. 20, juin 1994, p. 189-199, et reproduit dans *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada (1996).
- Freedman, C. (1994). « Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada », initialement paru en anglais dans *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de T. J. T. Baliño et Carlo Cottarelli, Fonds monétaire international, p. 458-476, Washington (D. C.), et reproduit dans *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada (1996).
- Jonung, L. (1979). « Knut Wicksell's Norm of Price Stabilization and Swedish Monetary Policy in the 1930's », *Journal of Monetary Economics*, vol. 5, octobre, p. 459-496.
- Longworth, D. et C. Freedman (1995). « The Role of the Staff Economic Projection in Conducting Canadian Monetary Policy ». In : *Targeting Inflation*, publié sous la direction de A. G. Haldane, Londres, Banque d'Angleterre, p. 101-112.