



Revue de la Banque du Canada

Été 2006

Numéro spécial
La poursuite
de cibles d'inflation



Revue de la Banque du Canada

Été 2006

NUMÉRO SPÉCIAL
LA POURSUITE DE CIBLES D'INFLATION

Introduction

La poursuite de cibles d'inflation 3

Articles

Sous le signe de la crédibilité et de la souplesse :
l'évolution des régimes de cibles d'inflation de 1990 à 2006 5

Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale 21

Une nouvelle analyse de l'horizon de la cible d'inflation 33

Discours

Introduction 41

Les forces économiques mondiales et la nécessité
d'un ajustement 43

Le cours flottant du dollar et l'arrimage de l'inflation :
le rôle du taux de change dans le cadre de conduite
de la politique monétaire du Canada 49

Annonces diverses

Publications de la Banque du Canada 55

Tableaux synoptiques 59

Notes relatives aux tableaux 65

La monnaie irlandaise en bronze de canon

David Bergeron, conservateur

Depuis toujours, quand il y a un besoin pressant de numéraire, les autorités chargées d'émettre la monnaie font preuve d'ingéniosité et d'esprit pratique. Ainsi, pendant un temps en Nouvelle-France, les militaires ont touché leur solde sous forme de monnaie de carte. Durant la guerre des Boers en Afrique du Sud, lord Baden-Powell autorisa la production de billets pour fournir en monnaie les habitants de la ville assiégée de Mafeking. En Irlande, Jacques II décida de fondre de vieux canons pour fabriquer des pièces de monnaie.

Jacques, chassé du trône d'Angleterre pendant la Glorieuse Révolution de 1688, débarque en Irlande en 1689. Ayant besoin d'argent pour payer les 5 000 soldats français qui l'accompagnent dans sa tentative de reconquête, il essaie tout d'abord de hausser la valeur de la monnaie britannique et française pour en encourager la circulation dans la région. Le stratagème ayant échoué, il se rabat sur la fabrication de monnaie en bronze de canon (dite *gun-money*) : il ordonne la fonte de vieux canons et d'autres objets de bronze et de cuivre pour frapper des pièces de six pence, des shillings, des demi-couronnes et des couronnes. À l'époque, ces pièces sont généralement en argent sterling. En vue de faire accepter cette monnaie d'urgence, Jacques décrète à Dublin, le 18 juin 1689, que toute la monnaie en cuivre et en bronze de canon a désormais cours légal pour cause de nécessité. Afin de rassurer le peuple, il ajoute qu'un jour, les pièces en bronze de canon pourront toutes être échangées contre leur équivalent en or ou en argent. La monnaie en bronze de canon est produite pendant à peine plus d'un an, de juillet 1689 à octobre 1690. Sa disparition rapide, toutefois, n'est pas attribuable à la promesse faite par Jacques.

Pour transformer le métal en monnaie d'urgence, on confisque de l'équipement et des outils. Avec l'intensification de la

production, le bronze de canon se raréfie et sa valeur augmente. Afin de parer au problème, on décide de réduire la taille des demi-couronnes et des shillings : les pièces frappées avant mai 1690 sont donc retirées de la circulation et remplacées par d'autres, pratiquement moitié moins lourdes et quatre fois plus petites.

La couronne et la demi-couronne sont reproduites sur la couverture. Jacques à cheval, faisant son entrée à Dublin, est représenté sur l'avvers de la couronne. Les armoiries de l'Angleterre, de l'Écosse, de la France et de l'Irlande ornent le revers. L'avvers de la demi-couronne porte l'effigie du monarque et la mention IACOBVS II DEI GRATIA (Jacques II par la grâce de Dieu) tandis qu'au revers (illustré en arrière-plan) figurent la couronne du roi, son monogramme et l'indication de la valeur de la pièce (exprimée en pence). Les pièces de faible valeur présentent un détail insolite : elles sont marquées du mois de la frappe afin d'en confirmer le cours, qui fluctue régulièrement en fonction des décrets.

À la consternation du peuple, la monnaie en bronze de canon ne tarde pas à sombrer quand Guillaume III envahit l'Irlande et en chasse Jacques II. Par la suite, Guillaume ordonne le remboursement de toute la monnaie en bronze de canon à une fraction de sa valeur nominale : couronne et grosse demi-couronne contre un penny, petite demi-couronne contre trois farthings, shilling contre un demi-penny et ainsi de suite. La monnaie en bronze de canon est définitivement abolie le 23 février 1692, date qui marque la fin de cette triste page d'histoire.

Les pièces reproduites sur la couverture font partie de la Collection nationale de monnaies de la Banque du Canada.

Photographie : Gord Carter.

La *Revue de la Banque du Canada* est une publication trimestrielle qui paraît en format papier et dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca). Les *Statistiques bancaires et financières* sont publiées chaque mois. Il est possible de s'abonner aux deux publications.

Revue de la Banque du Canada (publication trimestrielle)

Livraison au Canada	25 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	25 \$ CAN
Livraison dans les autres pays, par courrier surface	50 \$ CAN

Statistiques bancaires et financières (publication mensuelle)

Livraison au Canada	55 \$ CAN
Livraison aux États-Unis	55 \$ CAN
Livraison dans les autres pays, par courrier surface	120 \$ CAN

Pour les bibliothèques publiques canadiennes, ainsi que les bibliothèques des ministères fédéraux et des établissements d'enseignement canadiens et étrangers, le tarif d'abonnement est réduit de moitié. On peut se procurer la *Revue* au prix de 7,50 \$, le recueil statistique mensuel au prix de 5,00 \$ et des tirés à part des articles au prix de 2,00 \$ l'exemplaire.

Pour vous abonner ou commander des exemplaires de publications de la Banque du Canada, veuillez vous adresser à la Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9, composer le 613 782-8248 ou le 1 877 728-8248 (sans frais en Amérique du Nord), ou encore adresser tout message électronique à publications@banqueducanada.ca. Les paiements doivent être faits en dollars canadiens à l'ordre de la Banque du Canada. Le montant des abonnements et commandes en provenance du Canada doit être majoré de 7 % pour la TPS et, s'il y a lieu, de la taxe de vente provinciale.

Pour obtenir des renseignements sur les taux d'intérêt ou les taux de change, veuillez composer le 613 782-7506.

La poursuite de cibles d'inflation

John Murray, rédacteur invité

Quinze années d'application d'un régime de cibles d'inflation au Canada ont permis de démontrer de façon convaincante qu'un tel cadre peut contribuer grandement à la bonne tenue économique du pays. En effet, le régime actuel a donné des résultats qui ont non seulement comblé, mais souvent dépassé les attentes d'un grand nombre de ses défenseurs de la première heure. La Banque du Canada continue néanmoins de déployer des efforts en vue d'évaluer et de maintenir l'efficacité du cadre en place et de l'améliorer encore davantage. Les articles réunis dans ce numéro spécial rendent compte des recherches récentes dans ce domaine.

Le premier article, « Sous le signe de la crédibilité et de la souplesse : l'évolution des régimes de cibles d'inflation de 1990 à 2006 », porte sur l'expérience collective des pays industrialisés ayant adopté des cibles d'inflation. L'auteur retrace les principaux changements apportés à ces régimes au fil des années et en tire certaines leçons. Il s'intéresse particulièrement aux éléments de souplesse que de nombreuses banques centrales ont réussi à intégrer à leurs cadres de poursuite de cibles d'inflation tout en préservant la crédibilité de leur politique monétaire.

Les effets de la politique monétaire ne se faisant sentir sur l'économie qu'après un délai à la fois long et variable, il n'est ni possible ni souhaitable que les

banques centrales dotées de cibles d'inflation réagissent chaque fois que l'inflation s'écarte du taux visé. L'article intitulé « Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale » explique que les autorités monétaires ont plutôt avantage à utiliser une mesure fiable de l'évolution tendancielle du niveau des prix, qui permet de dégager les pressions inflationnistes sous-jacentes et de distinguer les variations à long terme de celles qui découlent de chocs temporaires. Les auteures réévaluent également l'indice de référence officiel de la Banque du Canada ainsi que plusieurs autres indicateurs que l'institution surveille de près.

L'horizon de la cible d'inflation est le délai prévu pour que les mesures de politique monétaire ramènent l'inflation au taux cible à la suite d'un choc. Le troisième article, « Une nouvelle analyse de l'horizon de la cible d'inflation », présente les résultats de deux études récentes réalisées à la Banque du Canada et qui visaient à déterminer la longueur optimale de l'horizon dans le contexte de la politique monétaire canadienne, compte tenu du type de chocs que subit habituellement l'économie du pays. Les auteurs de l'article concluent qu'un horizon de six à huit trimestres demeure approprié dans la plupart des cas, mais que certaines circonstances peuvent justifier l'allongement de l'horizon.

Sous le signe de la crédibilité et de la souplesse : l'évolution des régimes de cibles d'inflation de 1990 à 2006

Graydon Paulin, département des Relations internationales

- *Dans la majorité des pays industrialisés, le cadre de conduite de la politique monétaire s'articule aujourd'hui autour d'un objectif d'inflation explicite.*
- *Les régimes de cibles d'inflation ont relativement peu changé depuis leur instauration au début des années 1990, même s'il n'existait alors pas de principes bien définis pour leur conception.*
- *Les changements de conception rendus possibles par la crédibilité acquise sont allés dans le sens d'une flexibilité accrue, en vue de permettre une réaction plus modulée aux chocs économiques.*

Les régimes de cibles d'inflation ont une quinzaine d'années, âge qui autorise maintenant à dresser un bilan de l'expérience collective des pays industrialisés où de tels régimes forment le pivot de la politique monétaire. L'incidence de la poursuite de cibles sur l'inflation proprement dite et sur d'autres variables économiques ayant déjà été amplement analysée, le présent article porte plutôt sur les changements apportés à la *conception* des cadres en place¹. Il convient en effet d'étudier les raisons pour lesquelles certains des pays ayant opté pour des cibles d'inflation ont modifié par la suite des éléments constitutifs de leur régime, les leçons de leur expérience pouvant aider à éclairer des problèmes inattendus et à déterminer quelles caractéristiques de ces régimes sont à privilégier.

Une dimension essentielle des cadres de poursuite de cibles d'inflation est leur degré de souplesse. On reconnaît généralement qu'il est impossible pour les banques centrales de toujours atteindre une cible chiffrée précise, ni même peut-être de la respecter la plupart du temps. Un tel résultat est d'ailleurs jugé peu souhaitable. À se montrer inflexibles dans leur volonté d'atteindre leur cible, y compris en présence de chocs économiques, les banques centrales risqueraient de provoquer une variabilité dommageable des taux d'intérêt et de l'activité économique. Elles ne veulent pas, néanmoins, entamer le capital de confiance dont jouit le régime, même lorsque l'inflation

1. S'insérant dans le cadre du travail préparatoire au renouvellement de l'entente canadienne au sujet de la cible de maîtrise de l'inflation, l'article traite plus précisément des leçons que peut apporter au Canada l'expérience d'autres pays industrialisés.

mesurée dévie (parfois longtemps) de la cible. Ces banques se trouvent ainsi placées devant un dilemme de taille : si elles prévoient et tolèrent tout à la fois des déviations — l'essence de la souplesse — par rapport à leur cible, comment peuvent-elles alors préserver leur crédibilité?

Les banques centrales surmontent généralement cette tension en intégrant à leur régime toute une série de composantes. Au simple objectif chiffré peuvent ainsi s'ajouter une fourchette définie autour de la cible (ou une fourchette dénuée de cible), une description des circonstances pouvant justifier des exceptions, des horizons variables et des indices de prix différents comme cibles — autant de caractéristiques susceptibles d'être combinées à divers dispositifs institutionnels et canaux de communication. Cet ensemble d'éléments interdépendants devient partie intégrante de la stratégie globale de communication de l'autorité monétaire avec le grand public et les marchés financiers.

Trouver le juste équilibre n'a pas été chose facile pour nombre de banques centrales. Cependant, la crédibilité de plus en plus grande acquise par les régimes de cibles d'inflation, en dépit d'une tradition encore jeune, a, avec le temps, permis davantage de flexibilité dans leur application et influencé les décisions des autorités relativement à leur conception. L'article commence par faire l'historique des régimes adoptés dans les pays industrialisés, puis explique comment ces pays ont tiré parti de leur propre expérience et du développement des recherches sur le sujet pour faire évoluer leurs cadres respectifs.

La diffusion des régimes de cibles d'inflation

La poursuite de cibles d'inflation est de nos jours une approche largement répandue dans le domaine de la politique monétaire, alors qu'elle était tout à fait révolutionnaire au début des années 1990². À l'époque, l'insatisfaction suscitée par les cibles de taux de change et d'expansion de la masse monétaire avait stimulé la recherche d'autres approches, mais on avait peu étudié les cibles d'inflation³. De fait, une infime portion

2. Certains observateurs ont relevé plusieurs précurseurs aux régimes actuels de cibles d'inflation et signalent l'existence à cette époque de travaux connexes d'envergure (par exemple sur la question de l'arbitrage entre production et inflation et sur les avantages d'un bas taux d'inflation). Il n'en reste pas moins que la mise en place de ces régimes au début des années 1990 a marqué une rupture nette, et assez étonnante, avec la pratique jusqu'alors couramment admise.

3. Cela s'explique en partie par le fait que l'on cherchait plutôt des cibles intermédiaires sur lesquelles la politique monétaire ait une influence plus directe et plus rapide.

de la littérature abondante consacrée à la question remonte avant l'introduction des cibles d'inflation dans la première moitié des années 1990. Résultat, le cadre particulier institué par les premiers pays reposait essentiellement sur les leçons du passé et sur la situation du moment.

La poursuite de cibles d'inflation est de nos jours une approche largement répandue dans le domaine de la politique monétaire, alors qu'elle était tout à fait révolutionnaire au début des années 1990.

La première vague : 1990-1994

Les membres de la « première vague » de pays à adopter des cibles d'inflation⁴ dans la première moitié des années 1990 avaient en commun un bilan assez peu satisfaisant en matière de lutte contre l'inflation (voir le Graphique 1). La Nouvelle-Zélande et le Canada furent les deux initiateurs du mouvement. Leur objectif était de faciliter la baisse de l'inflation en tentant notamment d'atténuer les attentes d'inflation. Avec la généralisation d'un climat de basse inflation au sein des économies développées, l'attention s'est portée sur les moyens de préserver les gains obtenus et d'éviter une résurgence de l'inflation.

Le recul de l'inflation en Nouvelle-Zélande à la fin des années 1980 avait créé une certaine incertitude, d'aucuns se demandant jusqu'où cette baisse devait être poursuivie ou craignant que les attentes d'inflation ne se stabilisent à un niveau relativement élevé (environ 7 %) ⁵. Aussi est-ce avec quelque étonnement que furent reçus les propos du ministre des Finances de l'époque, quand il commença à évoquer publiquement en 1988 la possibilité de viser un taux d'inflation « quasi nul ou compris entre 0 et 1 % » [traduction] (Reddell, 1999, p. 67). Malgré cette réaction ambivalente, la Nouvelle-Zélande promulguait en 1989 une loi révisée sur le mandat de sa banque centrale, laquelle

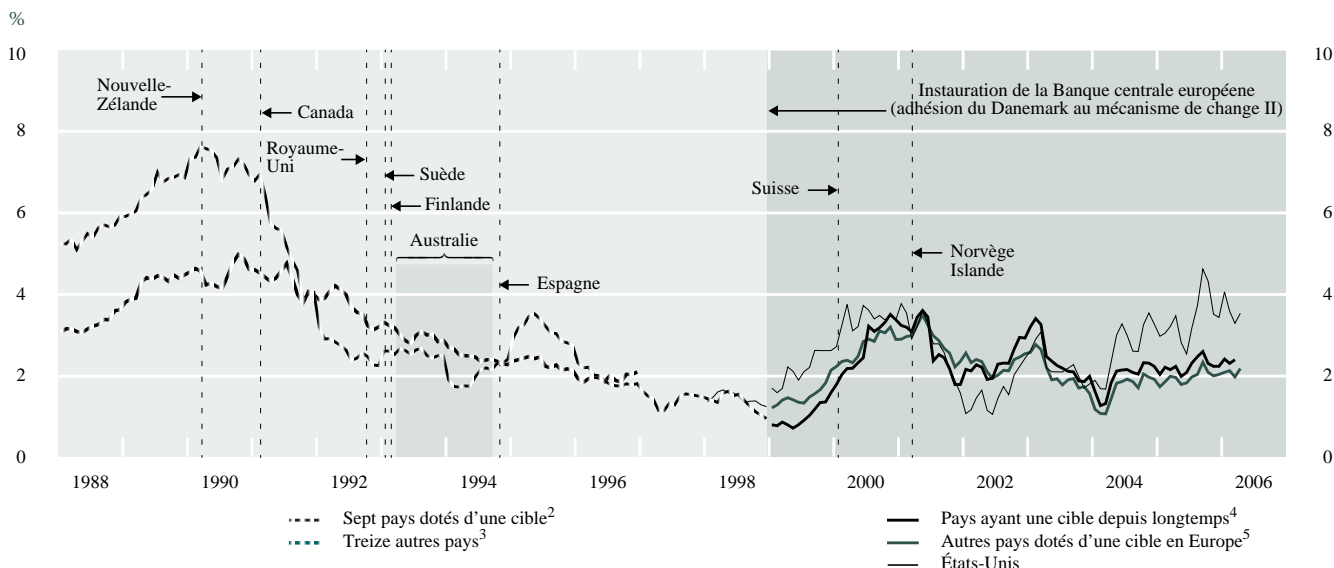
4. Nous rangeons dans le groupe des pays qui poursuivent des cibles d'inflation les pays industrialisés que la majorité des chercheurs classent comme tels, même si certains de ces États ne se définissent pas ainsi. La question du choix d'une définition est abondamment débattue dans la littérature. Voir à titre d'exemple Mishkin et Schmidt-Hebbel (2001).

5. Reddell (1999) présente une analyse fort exhaustive de la genèse du ciblage de l'inflation en Nouvelle-Zélande. Lire aussi Sherwin (1999).

Graphique 1

Tenue de l'inflation

Variation de l'IPC en glissement annuel¹



Nota : Les lignes verticales indiquent le moment de l'adoption de cibles d'inflation.

1. Les séries agrégées représentent des moyennes non pondérées de l'inflation mesurée par l'IPC dans les pays en question.

2. Australie, Canada, Espagne, Finlande, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède

3. Allemagne, Autriche, Belgique, Danemark, États-Unis, France, Irlande, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Portugal et Suisse

4. Australie, Canada, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni et Suède

5. Zone euro (Allemagne, Autriche, Belgique, Espagne, Finlande, France, Irlande, Italie, Portugal et Pays-Bas), Danemark, Norvège et Suisse

fut suivie en mars 1990 de la signature d'un premier accord sur les cibles à atteindre en matière de politique monétaire. Cette entente conclue entre le ministre des Finances et le gouverneur désigné de la banque centrale prévoyait un objectif d'inflation explicite de 0 à 2 %.

Après la Nouvelle-Zélande, ce fut au tour du **Canada** d'annoncer, en février 1991, dans une déclaration commune de la Banque du Canada et du gouvernement, l'établissement de cibles précises pour la réduction de l'inflation. La Banque se trouvant sans cadre formel pour la conduite de sa politique monétaire depuis l'abandon de ses cibles d'expansion monétaire en 1982, le gouverneur John Crow avait déjà plaidé, en 1988, en faveur d'une réduction de l'inflation et d'une évolution vers la stabilité des prix à plus long terme, sans donner, toutefois, de définition quantitative de cette dernière (Crow, 1988; lire aussi Thiessen, 2000, pour une vue d'ensemble). À l'instar de la Nouvelle-Zélande, le Canada voulait faire baisser les attentes d'inflation afin de favoriser le recul de l'inflation. Cet objectif était d'autant plus pressant que l'on craignait les possibles répercussions de l'important choc de prix qui allait suivre l'instauration de la taxe sur les produits et services au début de 1991 (ainsi que celles de la

flambée des cours pétroliers observée après l'invasion du Koweït par l'Iraq en 1990).

En Europe, les pressions qui pesaient sur les régimes de change en place, puis la perte du point d'ancrage nominal de la politique monétaire que représentait le taux de change, poussèrent plusieurs États à prendre explicitement pour cible l'inflation. Peu de temps après son retrait du mécanisme de change européen⁶, en septembre 1992, le **Royaume-Uni** adopta une cible d'inflation. Le nouveau cadre, dont le chancelier de l'Échiquier (toujours responsable du choix des taux d'intérêt) fit l'annonce en octobre, établit une cible d'inflation de 1 à 4 %. La **Suède** suivit l'exemple britannique peu après avoir renoncé à son régime de changes fixes en novembre 1992, au terme d'une dépréciation rapide de la couronne suédoise d'environ 15 %. Dans ce pays, l'inflation était déjà basse, mais il fallait donner une assise nouvelle à la politique monétaire, car l'économie languissait et le système bancaire était fragile. C'est ce que fit la banque centrale

6. Le mécanisme de change a été mis en place par la Communauté européenne en 1979 pour imposer des limites aux fluctuations des taux de change entre États membres.

en annonçant en janvier 1993 qu'elle axerait son action sur le respect d'un objectif d'inflation de 2 %, borné de part et d'autre par une marge de fluctuation de un point de pourcentage. Le gouverneur Bäckström expliqua rétrospectivement qu'en raison de la nécessité de mettre en œuvre rapidement le nouveau cadre, il n'avait pas été possible de procéder à un examen approfondi de certains de ses aspects, notamment en ce qui concerne le choix de la politique monétaire à mener face à différents chocs⁷.

La tourmente qui frappa les monnaies européennes au début des années 1990 mit à rude épreuve la **Finlande** et le régime de changes fixes d'après-guerre auquel elle tenait fortement. À l'instar de la Suède, le pays s'enfonçait dans la récession et était touché par une crise bancaire qui prenait de l'ampleur. En septembre 1992, les autorités décidèrent de laisser flotter le mark finlandais, qui était soumis à une pression persistante. Six mois plus tard, après un intermède marqué par une certaine confusion quant à l'orientation de la politique monétaire, la Banque de Finlande se dotait d'une cible d'inflation dans le but de stabiliser le taux d'inflation à 2 % avant la fin de 1995. L'annonce officielle « ne fut pas bien reçue par la population », qui l'accueillit avec scepticisme, même si le niveau de l'inflation avoisinait déjà la cible fixée (Åkerholm et Brunila, 1995).

En **Australie**, l'adoption d'une cible d'inflation se fit de manière plutôt informelle, sans calendrier ni engagement précis. Tout commença lorsque le gouverneur de la banque centrale, en mars 1993, estima publiquement que, dans une optique de stabilité des prix, « une inflation moyenne de 2 à 3 % pendant quelques années [...] serait souhaitable » (Stevens, 1999). Au fil des discours qui suivirent, le gouverneur précisa le cadre qu'il entre-voyait, en indiquant par exemple que la tenue de l'inflation serait évaluée en fonction de la moyenne observée sur l'ensemble du cycle économique, ce qui traduisait l'idée qu'il était difficile de maîtriser exactement l'évolution de l'inflation. Cette hésitation des débuts compliqua quelque peu la tâche des autorités lorsqu'il fallut convaincre les marchés que l'Australie avait bel et bien une cible. Le cadre de départ avait été « largement perçu comme un peu trop lâche » (Stevens, 2003). Cette impression fut toutefois dissipée en 1996 avec la passation, entre le gouverneur et le ministre des Finances, d'un premier accord officiel, sorte d'énoncé de politique monétaire (*Statement on*

the Conduct of Monetary Policy), qui sera modifié en 2003.

En **Espagne**, la banque centrale annonça l'établissement d'une cible d'inflation en novembre 1994, après l'entrée en vigueur, en juin, d'une loi révisée qui lui conférait une entière indépendance, en prévision de la participation prochaine du pays à l'Union monétaire européenne. Comme au Canada, elle était aussi motivée, du moins partiellement, par les craintes que la hausse du niveau des prix associée au relèvement de la taxe sur la valeur ajoutée, prévu pour janvier 1995, ne se répercute sur l'inflation au-delà du court terme.

La deuxième vague : 1999-2001

Une deuxième vague s'est constituée avec la formation par onze pays (dont la Finlande et l'Espagne, citées plus haut) de l'Union monétaire européenne et la création concomitante de la zone euro. **La Banque centrale européenne** (BCE) a amorcé ses activités le 1^{er} janvier 1999 en disposant d'un cadre de conduite de la politique monétaire déjà entièrement défini. Le Conseil des gouverneurs de la BCE a jugé que la mission de stabilité des prix dont est légalement investie l'institution avait pour corollaire le maintien des taux d'inflation à des niveaux « inférieurs à 2 % » dans la zone euro sur le moyen terme. Rappelons toutefois que la BCE ne considère pas qu'elle poursuit une cible d'inflation, du moins pas comme le font la Nouvelle-Zélande, le Royaume-Uni et la Suède. L'évaluation des perspectives d'évolution des prix y tient une place importante et s'appuie sur une large gamme d'indicateurs, ainsi que sur un second pilier, l'analyse des tendances monétaires.

La **Suisse** avait fait de la poursuite de cibles de croissance monétaire un point d'ancrage nominal de sa politique avant d'opter au début des années 1990 pour des cibles monétaires pluriannuelles, censées lui offrir plus de flexibilité face aux chocs. Néanmoins, les problèmes persistèrent, si bien qu'à la fin de la décennie, ces cibles ne paraissaient plus incarner la meilleure solution (en clair, elles ne permettaient pas de bien expliquer au public les décisions de politique monétaire). Par conséquent, la Banque nationale suisse (BNS) annonça à la fin de 1999 que sa politique viserait dorénavant la stabilité des prix, assimilée à une inflation de moins de 2 %, mais que l'évolution de la masse monétaire conserverait un rôle majeur. La BNS ne vit pas dans cette nouvelle orientation l'établissement d'une cible d'inflation, même si, d'après Rich (2000, p. 21), les différences affichées semblent surtout correspondre à des nuances sémantiques.

En **Norvège**, il était devenu de plus en plus difficile durant les années 1990 de préserver un taux de change

7. Voir Bäckström (2003). Heikensten (2002) décrit les efforts ultérieurs de consolidation du nouveau cadre.

stable à court terme, notamment à cause des fortes fluctuations des cours pétroliers. Face aux craintes d'inflation suscitées par la reprise prolongée, le gouvernement publia, en mars 2001, ses prescriptions en matière de politique monétaire (*Regulation on Monetary Policy*), faisant de la stabilité des prix l'objectif à privilégier et définissant une cible d'inflation opérationnelle d'environ 2 1/2 % en longue période. La décision du gouvernement norvégien d'adopter un régime de cibles d'inflation était également liée à une transformation du cadre de la politique budgétaire, engagée afin de restreindre l'usage des fonds publics dans la gestion de la demande globale. C'est aussi en mars 2001 que la banque centrale et le gouvernement de l'Islande annoncèrent conjointement la fixation de cibles d'inflation dans leur pays. La stabilité des prix y est définie comme un taux d'inflation de 2 1/2 %, et la banque centrale doit publier un rapport lorsque l'inflation dévie de plus de 1 1/2 point de pourcentage (en plus ou en moins) de l'objectif officiel.

Après 2006, une troisième vague?

Deux grands pays industrialisés n'ont pas encore établi de cibles explicites d'inflation, ni même choisi de définir un taux d'inflation compatible avec la stabilité des prix. Il s'agit des États-Unis et du Japon. Cela n'empêche pas que l'utilisation des cibles d'inflation dans la conduite de la politique monétaire y soit vivement débattue depuis quelques années. Aux États-Unis, la question a été à l'ordre du jour de nombreuses réunions du Comité de l'open market (FOMC) de la Réserve fédérale au milieu des années 1990, sans doute en raison de l'instauration de tels régimes dans les pays de la première vague présentée ci-dessus. Plus récemment, le débat a rebondi avec le remplacement du président Alan Greenspan par Ben Bernanke, que l'on dit généralement favorable à la mise en place d'une cible d'inflation plus explicite pour mener la politique monétaire américaine.

La plupart des observateurs estiment que la politique monétaire des États-Unis a donné de très bons résultats ces dernières années et permis à ce pays d'acquérir une énorme crédibilité au chapitre de la maîtrise de l'inflation. C'est pourquoi certains doutent que les Américains trouvent quelque intérêt à se fixer une cible d'inflation explicite. D'après eux, les contraintes qu'une cible chiffrée semble imposer aux autorités monétaires pourraient faire problème, entre autres du fait du « double mandat » de la Réserve fédérale, qui est tenue par la loi de veiller à la stabilité des prix et au plein emploi. Il reste que la poursuite de cibles d'inflation a la faveur d'un grand nombre dans les milieux universitaires et dans les banques centrales, où l'on

tend à voir dans les cibles chiffrées un instrument qui vient renforcer un cadre déjà performant. Ses partisans soulignent d'ailleurs qu'en réalité, les régimes de cibles d'inflation sont mis en œuvre avec une certaine souplesse et n'entravent pas les efforts de stabilisation de la production⁸. Depuis la prise de fonctions du président Bernanke en février 2006, les commentateurs ont préconisé une voie médiane, axée sur la publication d'une définition quantitative de la stabilité des prix qui serait valable pour le long terme (lire Meyer et Sack, 2006a et b, ou Gramlich, 2003, pour une première présentation).

Au Japon, les cibles d'inflation ont retenu l'attention des autorités monétaires à plusieurs reprises au cours des dernières années, comme le montrent les procès-verbaux des réunions consacrées à la politique monétaire. Des modifications importantes apportées en 1998 à la loi organique de la banque centrale ont clarifié l'objectif de stabilité des prix sans toutefois le quantifier. Les appels que certains observateurs ont lancés en faveur de l'établissement par le Japon d'un régime explicite de cibles d'inflation s'inscrivent dans un contexte très différent de celui des États-Unis. Étant donné la déflation persistante qu'a connue le Japon de 1998 à 2005, ce genre de régime a plutôt été perçu comme un moyen de renouer avec une inflation faible mais positive.

Bien que la Banque du Japon ait adopté durant la première moitié des années 2000 diverses mesures concernant la conduite de la politique monétaire (Ito, 2004), les cibles d'inflation ne figuraient pas parmi les priorités fixées. L'annonce de changements opérationnels au sein de l'institution en mars 2006 a cependant été accompagnée d'une déclaration indiquant que les membres du directoire de la Banque jugeaient la stabilité des prix compatible avec un taux d'inflation mesuré allant de 0 à 2 % à moyen et long terme. Ces derniers prirent soin de préciser que leur déclaration n'inaugurait pas une politique de ciblage explicite de l'inflation, mais qu'elle définissait tout au plus une fourchette de référence pour la stabilité des prix.

Les premiers cadres de poursuite de cibles d'inflation

Comme il ressort de ce survol, les motifs immédiats qui poussent à introduire un régime de cibles d'inflation varient d'un pays à l'autre et englobent une série de

8. Beaucoup d'entre eux font valoir que ces régimes favorisent en fait la stabilité de la production parce qu'ils réduisent l'incertitude et permettent aux autorités monétaires d'intervenir plus vigoureusement pour stabiliser l'activité, grâce à la crédibilité accrue dont elles jouissent.

facteurs : perte de l'ancien point d'ancrage nominal; volonté d'abaisser les attentes d'inflation pendant une phase de désinflation; incidence appréhendée d'une hausse des impôts indirects; union monétaire en Europe; réforme budgétaire. Dans certains cas, le passage à un nouveau cadre de conduite de la politique monétaire a été nettement accéléré par l'effondrement du régime de changes fixes. Au delà des différences, force est de constater que les transformations se sont le plus souvent appuyées sur un consensus croissant qui s'est établi autour du bien-fondé d'une inflation basse. Les régimes de cibles d'inflation ont en outre fait leur entrée dans un nombre grandissant d'économies de marché émergentes, en dépit des craintes initiales sur la difficulté que poserait leur acclimatation au sein de ce groupe d'économies (voir l'encadré).

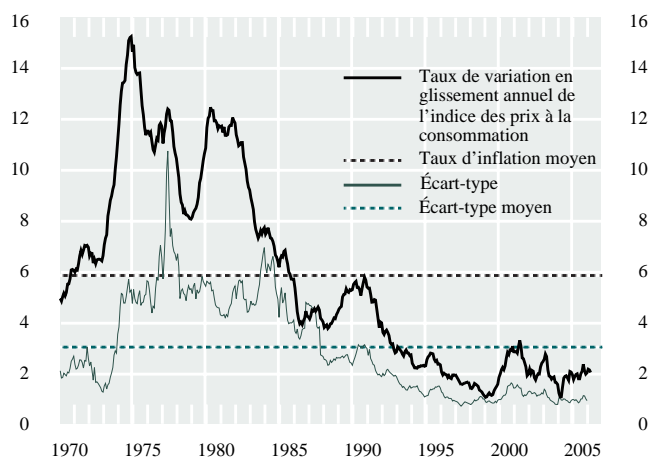
On pouvait donc s'attendre à ce que les cadres de poursuite de cibles d'inflation soient passablement modifiés avec le temps et le développement de la recherche dans le domaine.

De nombreux travaux ont analysé le profil de l'inflation dans les pays industrialisés où existent des cibles d'inflation, ainsi que les résultats enregistrés en ce qui concerne d'autres variables, telles les attentes d'inflation et la volatilité de la production et des instruments de politique monétaire (voir à ce sujet Kuttner, 2004; Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2001; Roger et Stone, 2005). Dans l'ensemble, deux grands constats se dégagent. En premier lieu, les pays qui se sont dotés de cibles ont réussi à faire reculer l'inflation et à la maintenir à un niveau bas, mais il est difficile d'attribuer la paternité des gains obtenus aux seules cibles. Les années 1990 ont en effet été caractérisées par une baisse généralisée de l'inflation et un rapprochement des taux d'inflation observés dans les différents pays (Graphique 2). En second lieu, les attentes d'inflation semblent bien arrimées, tant dans les pays pourvus de cibles d'inflation que dans les autres; cependant, des données indiquent que l'effet des chocs économiques sur les attentes d'inflation est moins important parmi les premiers que chez les seconds (Gürkaynak, Levin et Swanson, 2006; Levin, Natalucci et Piger, 2004).

Globalement, les pays de ce groupe sont beaucoup mieux parvenus à minimiser les écarts par rapport à

Graphique 2

Taux de variation de l'IPC dans 20 pays industrialisés



Nota : Moyenne non pondérée de l'inflation dans les pays suivants : Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Irlande, Italie, Japon, Nouvelle-Zélande, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Royaume-Uni, Suède et Suisse

la cible que ce que l'expérience laissait augurer. La poursuite de cibles d'inflation dans la conduite de la politique monétaire reste malgré tout une stratégie relativement jeune, que Kenneth Kuttner (2004) juge « encore dans son adolescence ». On pouvait donc s'attendre à ce que les cadres afférents soient passablement modifiés avec le temps et le développement de la recherche dans le domaine. C'est de l'évolution de leurs diverses composantes qu'il sera question dans la prochaine section.

Les composantes des régimes de cibles d'inflation

Un régime de cibles d'inflation constitue une façon, pour la banque centrale, d'aider le public et les marchés financiers à comprendre ses objectifs et ses interventions. En réponse à ceux qui prétendent que ce régime risque de faire porter la stratégie de maîtrise de l'inflation sur des horizons à court terme, les banques centrales soutiennent qu'elles poursuivent leurs cibles tout en conservant une certaine marge de manœuvre, qui est indispensable pour tenir compte des incertitudes entourant l'évolution future des variables économiques, et, en particulier, des chocs. Ce faisant, elles témoignent du fait que le cadre qu'elles se sont donné ne vise pas simplement à maîtriser l'inflation, mais, en définitive, à obtenir de bons résultats économiques.

Certains types de chocs ne posent pas vraiment de difficulté aux autorités monétaires, comme les chocs de demande qui entraînent des mouvements des prix

La poursuite de cibles d'inflation dans les économies de marché émergentes

Malgré les graves problèmes d'inflation qu'ont connus les pays en développement, ou peut-être à cause d'eux, on a d'abord cru que la poursuite de cibles d'inflation ne convenait pas aux économies de marché émergentes. La mise en œuvre d'un régime de cibles d'inflation était perçue comme un défi redoutable, nécessitant, entre autres choses, une expertise en matière de politique monétaire, des marchés bien rodés et une infrastructure institutionnelle qui semblaient absents dans la plupart de ces économies. D'autres régimes monétaires, le régime de changes fixes par exemple, étaient jugés plus appropriés. Avec le temps, toutefois, on en est venu à penser que les économies émergentes étaient justement celles qui pouvaient bénéficier le plus d'un régime de cibles d'inflation, car celui-ci leur procurerait le point d'ancrage nominal clair et, en définitive, la crédibilité qui leur faisaient défaut. Dans les pays en développement où l'on était parvenu à faire diminuer l'inflation au milieu des années 1990 (voir le Graphique B1), la poursuite de cibles d'inflation semblait aussi un bon moyen de « pérenniser » les gains si durement acquis. Entre 1997 et le début de 2002, pas moins de treize économies de marché émergentes ont adopté des cibles d'inflation explicites (soit Israël, la République tchèque, la Pologne, le Brésil, le Chili, la Colombie, l'Afrique du Sud, la Thaïlande, la Corée du Sud, le Mexique, la Hongrie, le Pérou et les Philippines)¹. En 2005 et 2006, quatre autres pays (soit la Slovaquie, l'Indonésie, la Roumanie et la Turquie) se sont également dotés de cibles d'inflation.

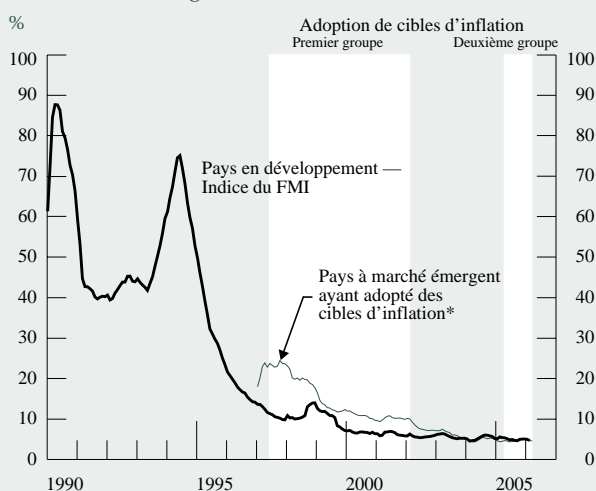
Même si l'établissement de cibles d'inflation explicites par des pays à marché émergent est récent, il est possible d'en évaluer l'incidence, le nombre d'économies émergentes qui n'ont pas de cible en la matière étant suffisamment grand pour servir de point de comparaison (il est très difficile de le faire dans le cas des pays industrialisés, car rares sont ceux qui n'ont pas de cible d'inflation ou qui n'ont pas adopté de définition de la stabilité des prix). Une

1. Nous avons adopté la typologie des pays en développement et des régimes présentée dans l'étude du FMI (2006).

étude réalisée récemment par le Fonds monétaire international (FMI) compare les résultats macroéconomiques des 13 économies émergentes mentionnées ci-dessus à ceux de 29 pays à marché émergent comparables n'ayant pas de cible d'inflation (FMI, 2006). Selon les conclusions de cette étude, les pays pourvus de cibles d'inflation affichent une meilleure tenue sur le plan macroéconomique que ceux qui ont recours à un autre régime de politique monétaire. Bien que de nouvelles recherches soient nécessaires en vue de confirmer ces résultats, ceux-ci donnent à penser que la poursuite de cibles d'inflation peut, de fait, convenir à un groupe de pays plus large que ce que l'on croyait auparavant.

Graphique B1
Inflation dans les économies de marché émergentes

(variation de l'IPC en glissement annuel)



* Moyenne non pondérée de l'inflation dans les pays suivants : Israël, République tchèque, Pologne, Brésil, Chili, Colombie, Afrique du Sud, Thaïlande, Corée du Sud, Mexique, Hongrie, Pérou, Philippines, Slovaquie, Indonésie, Roumanie et Turquie

et de la production dans la même direction. Dans ce cas précis, la stabilisation du niveau des prix permet du même coup de stabiliser la production à son niveau potentiel (bien que la vitesse avec laquelle on cherchera à atteindre ce résultat soit une considération importante). Cependant, les problèmes susceptibles d'être associés à un régime de cibles d'inflation mis en œuvre de manière étroite (l'objectif chiffré devant impérativement être atteint sur une courte période) sont plus manifestes face à des chocs liés à une hausse des coûts, ou chocs d'offre, qui peuvent pousser la

production et l'inflation dans des directions opposées. Les situations de ce genre font courir aux banques centrales le risque de réagir à une augmentation ponctuelle du niveau des prix plutôt qu'à une tendance inflationniste fondamentale. Dans le cadre d'un régime de cibles d'inflation où la banque centrale tente de faire revenir l'inflation au niveau cible le plus rapidement possible, la variation de la production risque d'être amplifiée. Selon certains analystes, les banques centrales (qu'elles aient adopté des cibles d'inflation ou non) auraient avantage à incorporer

explicitement un autre type de choc dans leur stratégie de politique monétaire, à savoir les déséquilibres de prix sur le marché des actifs⁹. D'aucuns laissent entendre que les prix des actifs pourraient être pris en compte à l'intérieur du cadre traditionnel de ciblage de l'inflation par un allongement de l'horizon que les banques centrales se fixent pour ramener l'inflation à la cible.

Dans un régime de cibles d'inflation, il est d'autant plus compliqué de déterminer comment réagir face aux chocs que leur nature est souvent difficile à cerner. Après tout, « les chocs ne se présentent pas avec des étiquettes » [*traduction*] (Trichet, 2004, p. 4). C'est

9. Pour une analyse plus complète, voir Selody et Wilkins (2004).

pourquoi la conception globale des différents éléments du cadre, tout comme les relations qui existent entre ceux-ci, revêt une importance primordiale. Par exemple, si l'on décide de combiner un horizon relativement court pour la politique monétaire à une fourchette cible étroite dans l'espoir de limiter les écarts par rapport au taux visé lorsque surviennent des chocs, on risque de rendre difficile la conduite de la politique monétaire (pour cause d'instabilité des instruments mis en œuvre) et de provoquer une volatilité indésirable de la production.

Il convient de tenir compte de ces enjeux d'une manière qui ne compromette pas gravement la crédibilité du régime, c'est-à-dire en évitant de créer des doutes quant à la volonté des autorités monétaires d'atteindre

Tableau 1
Cadres actuels de poursuite de cibles d'inflation

	Nouvelle-Zélande	Canada	Royaume-Uni	Suède	Australie
Adoption	Mars 1990	Février 1991	Octobre 1992	Janvier 1993	Mars 1993
Cible actuelle	Fourchette de 1 à 3 % (sans indication de point médian)	Point médian de 2 % d'une fourchette allant de 1 à 3 %	2 % (+/- 1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)	2 %, +/- 1 point de pourcentage	2 à 3 % en moyenne sur l'ensemble du cycle économique
Variable cible	IPC (certaines circonstances autorisent des écarts par rapport à la cible)	IPC (on a recours à une mesure de l'inflation fondamentale pour guider la conduite de la politique monétaire)	IPC (fondé sur l'IPC harmonisé de l'Union européenne)	IPC (mais l'accent est souvent mis sur UNDI _X)	IPC
Horizon ^a	Moyen terme	De six à huit trimestres	Moyen terme	Deux ans	Moyen terme
Établissement de la cible	Entente conclue entre le gouverneur de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande et le ministre des Finances (la plus récente remonte à 2002)	Entente quinquennale conclue entre le gouvernement et la banque centrale (la dernière remonte à 2001)	Mandat reçu du chancelier de l'Échiquier (au moins une fois tous les douze mois)	Banque centrale	Déclaration émise conjointement (la plus récente remonte à 2003) par le gouverneur de la Banque de réserve et le ministre des Finances
	Finlande ^b	Espagne	Zone euro ^c	Suisse	Norvège ^d
Adoption	Février 1993	Novembre 1994	Janvier 1999	Janvier 2000	Mars 2001
Cible actuelle	2 %	Près de 2 %	Inférieure à, mais proche de 2 %	Inférieure à 2 %	Environ 2 1/2 % (+/- 1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)
Variable cible	IPC corrigé	IPC	IPC harmonisé	IPC	IPC (on privilégie une mesure de l'inflation fondamentale)
Horizon	Échéance précise pour la réalisation de la cible	Échéance précise pour la réalisation de la cible	Moyen terme	De deux à trois ans	De un à trois ans
Établissement de la cible	Banque centrale	Banque centrale	Banque centrale	Banque centrale	Gouvernement

Nota : IPC : indice des prix à la consommation; UNDI_X est une mesure de l'inflation sous-jacente.

a. L'horizon visé pour la politique monétaire peut représenter différentes choses dans un régime de cibles d'inflation. Ici, il indique la période sur laquelle la banque centrale attire le plus souvent l'attention.

b. En janvier 1999, la Finlande et l'Espagne sont devenues membres de la zone euro.

c. Ni la Banque centrale européenne (BCE) ni la Banque nationale suisse ne considèrent la poursuite de cibles d'inflation comme l'objectif de leurs régimes de politique monétaire.

d. Au même moment, l'Islande a adopté une cible d'inflation, elle aussi égale à 2 1/2 %.

la cible. Dans les parties qui suivent, nous proposons d'examiner la façon dont les autorités ont conçu les différents éléments de leur régime de cibles d'inflation (dont certains sont récapitulés dans le Tableau 1, sous leur forme actuelle), puis comment elles les ont rajustés en fonction des résultats qu'elles obtenaient, pour satisfaire au double critère de la crédibilité et de la flexibilité.

Dans un régime de cibles d'inflation, il est d'autant plus compliqué de déterminer comment réagir face aux chocs que leur nature est souvent difficile à cerner.

Les objectifs chiffrés : cibles ponctuelles et fourchettes cibles

Tout objectif chiffré influe lui-même sur la crédibilité globale du régime de cibles d'inflation. Si son niveau est trop élevé, on risque de douter de la volonté des autorités d'instaurer un climat de faible inflation. S'il est trop bas, on risque de considérer l'objectif comme irréaliste, ce qui aurait une incidence limitée sur les attentes d'inflation. En pratique, l'estimation de ce qui est réaliste — ou non — varie au fil du temps en fonction des résultats obtenus et des modifications des attentes.

Vu l'impossibilité de garder constamment le taux d'inflation à une valeur particulière — ce qui est, de toute manière, peu souhaitable —, certaines banques centrales ont établi une fourchette cible plutôt qu'un objectif ponctuel, ou une fourchette centrée sur un point médian. Toutefois, l'interprétation d'une fourchette peut être problématique. S'agit-il de

Tableau 2

Quelques changements apportés aux régimes de cibles d'inflation (A)

	Objectif chiffré	Variable cible
Nouvelle-Zélande	<ul style="list-style-type: none"> Les limites de la fourchette ont été établies initialement à 0 et 2 % ; sa limite supérieure a été portée à 3 % en 1996 et sa limite inférieure à 1 % en 2002. L'entente de 2002 prévoyait que la tenue de l'inflation serait évaluée en fonction de la moyenne observée sur le moyen terme. 	<ul style="list-style-type: none"> Divers indices des prix à la consommation (IPC) ont été utilisés pour éviter de prendre en compte l'incidence immédiate des variations de taux d'intérêt sur les prix; l'adoption d'un nouvel IPC global en 1999 a permis d'éliminer en grande partie cette incidence. L'énoncé des circonstances susceptibles d'autoriser des écarts a été élargi afin qu'il soit bien clair que celles qui sont mentionnées ne sont que des exemples parmi un éventail de chocs possibles.
Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> D'une fourchette cible fixée initialement à 1-4 %, on est passé en 1995 à une cible de « 2 1/2 % ou moins », puis en 1997 à une cible de 2 1/2 % devant être respectée « en tout temps ». Depuis 1997, les déviations de plus de 1 point de pourcentage reçoivent une attention particulière, mais elles ne déclenchent pas automatiquement des mesures de politique monétaire. La cible a été établie à 2 % en 2003 à la suite de l'adoption d'un nouvel indice de prix cible. 	<ul style="list-style-type: none"> En 2003, l'IPC hors intérêts sur prêts hypothécaires (RPIX) a cédé la place à l'IPC harmonisé de l'Union européenne, dont sont exclus tant les prix des logements que la taxe d'habitation (<i>Council tax</i>) (le recours au nouvel indice a entraîné une réduction de la cible, qui a été ramenée de 2 1/2 à 2 %).
Suède	<ul style="list-style-type: none"> La cible et la fourchette définies à l'origine n'ont pas changé, mais, depuis 1999, il faut fournir une explication en bonne et due forme lorsque le taux d'inflation sort de la fourchette. 	<ul style="list-style-type: none"> À différents moments, la banque centrale s'est servie de divers indices de prix (dont étaient exclus les intérêts sur prêts hypothécaires et l'effet des impôts indirects, par exemple); en 1999, elle a précisé qu'elle utiliserait d'autres indices de prix pour guider sa politique monétaire. En 2003, la Banque de Suède a fait savoir qu'elle avait décidé d'attacher plus d'importance à un indice des prix hors énergie dans la conduite de sa politique monétaire.
Australie	<ul style="list-style-type: none"> Les autorités ont précisé ce qu'elles entendaient par cible moyenne de 2 à 3 %, à savoir que le taux d'inflation calculé sur l'ensemble du cycle économique devrait « comporter le chiffre 2 devant la décimale ». 	<ul style="list-style-type: none"> La cible établie à l'origine était définie par rapport à l'« inflation sous-jacente », mais aucune mesure précise n'était fournie; depuis 1998, la cible est formulée en fonction d'un indice des prix corrigé des coûts de logement.
Zone euro (Banque centrale européenne ou BCE)	<ul style="list-style-type: none"> La BCE a initialement défini la stabilité des prix comme un taux d'inflation « inférieur à 2 % », puis, en 2003, elle a substitué à cette formulation les mots « inférieur à, mais proche de 2 % ». 	<ul style="list-style-type: none"> L'indice global des prix retenu est l'IPC harmonisé; la BCE fait parfois allusion aux grandes variations que causent les fluctuations des cours de l'énergie, mais a eu assez peu recours à des indices qui excluent certaines composantes.
Norvège		<ul style="list-style-type: none"> L'élaboration d'un nouvel indice des prix hors énergie et effet des impôts indirects (publié depuis 2001) servant de cible opérationnelle a concrétisé officiellement l'intention de réduire l'influence des perturbations temporaires.

maintenir l'inflation simplement à l'intérieur de celle-ci, ou bien de viser son centre? Ses limites sont-elles purement indicatives, ou leur franchissement appelle-t-il automatiquement une intervention « musclée » de la part des autorités monétaires? Autrement dit, les bornes sont-elles rigides? En pratique, les banques centrales poursuivant des cibles d'inflation ont eu tendance à ne pas insister sur le caractère automatique d'une telle intervention de leur part, parfois en minimisant l'importance des limites de leur fourchette opérationnelle.

Dans la première colonne du Tableau 2 sont résumés les principaux changements qui ont été observés sur le plan des objectifs chiffrés de maîtrise de l'inflation. Il ressort tout d'abord que les pays qui sont dotés de cibles ont affiché une nette prédilection pour un objectif de 2 % (ou un objectif voisin de cette valeur). Second constat : les autorités n'ont pas abaissé leur cible d'inflation au fil du temps (si l'on excepte les cibles qui ont été utilisées à titre indicatif durant les périodes de désinflation ayant cours au moment de la mise en place de ces régimes), bien qu'elles aient excellé à contenir l'inflation et renforcé la crédibilité de leur politique monétaire¹⁰. Cela décevra peut-être ceux qui croient qu'il est possible de retirer des gains supplémentaires en diminuant encore l'inflation. Il convient par ailleurs de noter que certains spécialistes insistent sur le maintien d'un taux d'inflation positif, compte tenu, disent-ils, de la présence d'un biais de mesure et du risque de déflation (conjugué à l'existence d'une borne inférieure limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro).

Les fourchettes sont davantage conçues comme des véhicules de communication que comme des sonnettes d'alarme qui déclenchent automatiquement des mesures de politique monétaire.

La plupart des banques centrales emploient aussi des fourchettes, parfois dépourvues de point médian. Bien que celles-ci soient, dans l'ensemble, destinées à rendre plus transparents les niveaux de tolérance des

10. Au Royaume-Uni, la réduction de la cible d'inflation en 2003 (qui est passée de 2 1/2 % à 2 %) était liée à l'adoption d'un indice des prix différent pour des raisons d'ordre technique. Voir King (2004).

autorités monétaires face à la variabilité de l'inflation, leurs bornes ne sont pas considérées comme « rigides ». Autrement dit, on ne s'attend pas à ce que leur franchissement entraîne une rupture soudaine dans la conduite de la politique monétaire, qui viserait à ramener rapidement l'inflation au point médian, même si, en règle générale, on estime qu'il devrait donner lieu à des explications détaillées et publiques.

La nature même des fourchettes rappelle qu'elles sont davantage conçues comme des véhicules de communication que comme des sonnettes d'alarme qui déclenchent automatiquement des mesures de politique monétaire. Plutôt que de se fonder sur des intervalles de confiance définis explicitement par rapport au taux d'inflation observé, la majorité des fourchettes sont exprimées en chiffres ronds — leurs limites se situant d'habitude à un point de pourcentage de part et d'autre du point médian — et sont donc relativement faciles à expliquer. De fait, si l'on considère une fourchette essentiellement comme un outil de communication, sa taille précise n'a peut-être pas vraiment d'importance.

La variable cible (et les exclusions)

L'établissement d'une cible impose nécessairement de s'interroger sur les prix à inclure dans l'indice qui servira de référence. La poursuite de cibles d'inflation comporte un aspect de communication majeur, qui plaide en faveur du choix d'indices des prix très visibles que le public puisse comprendre facilement. En outre, pour préserver la crédibilité du régime en place, le choix des autorités monétaires ne devrait pas apparaître comme une tentative de masquer des réalités gênantes.

Mais la poursuite de cibles d'inflation appelle également une réflexion sur la manière de traiter les chocs d'inflation transitoires. Les variations de prix qui n'ont pas d'incidence à moyen terme sur l'inflation ne devraient pas en principe influencer sur la politique monétaire. Ces écarts passagers peuvent néanmoins nuire à la crédibilité. C'est pourquoi, en plus de s'appuyer sur des fourchettes pour expliquer leur conduite, les autorités sont portées à se concentrer sur des indices des prix qui excluent explicitement les effets transitoires. Par exemple, elles peuvent choisir une mesure de l'inflation intérieure qui fait abstraction des effets directs des variations du taux de change, ou bien une mesure de l'inflation fondamentale conçue pour exclure une gamme de chocs risquant d'avoir une incidence temporaire sur l'inflation. Dans certains cas, les autorités préféreront retenir un indice des prix global (habituellement l'indice d'ensemble des prix à la consommation) comme objectif général, mais mettre en œuvre leur politique monétaire en fonction

d'un indice plus restreint, dont elles jugent l'évolution plus informative à court terme.

Avec les années, un certain nombre des banques centrales qui s'étaient dotées de cibles d'inflation ont amélioré leur variable cible dans l'espoir de « supprimer » l'incidence des chocs perçus comme temporaires (la seconde colonne du Tableau 2 résume les principaux changements observés pour ce qui est des variables cibles). Elles sont restées cependant relativement prudentes quant aux ajustements à apporter aux indices des prix, compte tenu très probablement des problèmes de mesure que de tels ajustements soulèvent et de leur incidence sur la clarté des communications. La plupart des banques centrales ont opté pour des séries globales, qui excluent généralement les effets directs des modifications des taux d'intérêt et des impôts indirects sur les autres composantes (et produites, de préférence, par des organismes distincts plutôt que par leurs propres services, pour limiter le risque de présomption de manipulation).

Les banques centrales ont été amenées au fil du temps à brosser un portrait plus nuancé des différents types de chocs transitoires possibles.

Bien que les banques centrales aient été amenées au fil du temps à brosser un portrait plus nuancé des différents types de chocs transitoires possibles, elles ont eu tendance à écarter les indices hautement spécialisés dans l'intérêt, là encore, d'une meilleure communication. Par exemple, la majorité d'entre elles n'ont pas utilisé d'indices qui excluent les effets directs des fluctuations du taux de change. Il est aussi intéressant de constater que, malgré les préoccupations maintes fois exprimées concernant le biais de mesure, les autorités ne se sont pas reportées sur des indices susceptibles de présenter un biais moindre (comme, par exemple, les indices des prix en chaîne). De nouveau, on considère peut-être que ces séries introduiraient un degré de complexité peu propice à l'intelligibilité des communications (il suffit de penser aux effets des révisions des données passées).

L'horizon visé pour la politique monétaire

On peut aussi résoudre la question des chocs transitoires en précisant la période au cours de laquelle on s'attend à ce que l'inflation revienne au taux visé. Cette période peut se définir soit comme le délai de transmission

des décisions de politique monétaire — c'est-à-dire l'horizon auquel ces dernières permettent d'agir sur l'inflation, parfois appelé « horizon de contrôle » —, soit comme le délai au bout duquel on souhaite ramener l'inflation à la cible — la période, en somme, sur laquelle porte la stratégie de politique monétaire, dénommée ci-après « l'horizon de référence ». La différence entre ces deux notions est influencée par l'importance relative que les autorités attachent à d'autres objectifs, tels que la stabilisation de la production.

Les banques centrales qui poursuivent des cibles d'inflation peuvent adopter délibérément un horizon de référence plus long que leur horizon de contrôle. En règle générale, celles qui se fixent un horizon à moyen terme pour atteindre leur objectif en matière d'inflation accordent au moins un certain poids à d'autres objectifs. Il n'est toutefois pas facile pour un observateur externe d'évaluer ces poids relatifs.

La première colonne du Tableau 3 résume les changements les plus importants qui ont été apportés aux horizons retenus pour l'atteinte des cibles d'inflation. Dans la pratique, les autorités monétaires ont eu tendance à les rallonger quelque peu et à se focaliser sur le moyen terme, en dépit du degré d'ambiguïté que ce choix peut introduire. Ces modifications ne semblent pas avoir résulté d'un changement de perception du délai de transmission de la politique monétaire, mais, plus précisément, témoigner de l'expérience acquise par les autorités monétaires et de leur meilleure appréciation des chocs susceptibles de se produire. Il semblerait que, dans certains cas, le désir de se ménager une marge de manœuvre face aux déséquilibres potentiels de prix sur le marché des actifs ait été un facteur de motivation important.

L'allongement des horizons explicites ou implicites ne paraît pas avoir compromis la crédibilité de la politique monétaire pratiquée. De fait, ce changement a peut-être été possible précisément parce que la crédibilité des régimes s'est renforcée. Les banques centrales qui appliquent un régime de cibles d'inflation peuvent aussi « surfer », dans leurs déclarations publiques, entre leur horizon de contrôle (déterminé par le délai de transmission de la politique monétaire), leur horizon de prévision de l'inflation, dans les cas où elles publient une projection économique, et leur horizon de référence (au bout duquel les écarts par rapport à la cible devraient être totalement résorbés)¹¹. Bien que cela puisse poser

11. À des fins de clarification, la banque centrale de Suède a déclaré récemment (2006) qu'elle avait porté son horizon de prévision à trois ans, alors que son horizon de référence est de deux ans, en partie pour mettre plus facilement en lumière la persistance éventuelle des effets des chocs au-delà de l'horizon visé pour la politique monétaire.

Tableau 3

Quelques changements apportés aux régimes de cibles d'inflation (B)

	Horizon de référence	Structures institutionnelles
Nouvelle-Zélande	<ul style="list-style-type: none"> L'entente de 2002 insistait beaucoup sur « le moyen terme ». 	<ul style="list-style-type: none"> Un important mécanisme mis en place au moment de l'adoption de cibles d'inflation est la conclusion d'ententes relatives à ces cibles avec le gouvernement; au fil du temps, le libellé de l'entente a été modifié de façon à clarifier l'objectif central de stabilité des prix. La clause concernant la volonté d'éviter « une instabilité injustifiée de la production, des taux d'intérêt et du taux de change », ajoutée dans l'entente de 1999, n'a pas été perçue comme un élément compromettant l'atteinte de l'objectif de stabilité des prix.
Royaume-Uni	<ul style="list-style-type: none"> L'objectif d'inflation était établi initialement en fonction de la durée de la législature, mais des changements apportés par la suite ont fait en sorte de mettre l'accent sur le moyen terme. 	<ul style="list-style-type: none"> Des modifications ont été apportées en 1998 à la loi organique de la Banque d'Angleterre afin d'assurer l'indépendance de celle-ci sur le plan opérationnel et de créer un comité de politique monétaire.
Suède	<ul style="list-style-type: none"> L'horizon initial (de un à deux ans) a été porté à deux ans. Les circonstances qui pourraient mener à des écarts persistants au-delà de l'horizon ont été clarifiées au fil des ans. Un mécanisme permettant à la banque centrale d'annoncer, au besoin, la nécessité d'allonger l'horizon a été instauré en 1999. 	<ul style="list-style-type: none"> Depuis 1996, le gouvernement réitère dans son exposé budgétaire son appui à la stratégie de cibles d'inflation de la banque centrale. L'indépendance institutionnelle de la banque centrale a été officialisée en 1999.
Australie	<ul style="list-style-type: none"> Il a toujours été question d'un horizon à moyen terme, mais, depuis 1996, on précise que la tenue de l'inflation doit être évaluée en fonction de la « moyenne observée sur l'ensemble du cycle économique ». 	<ul style="list-style-type: none"> En 1996, le gouverneur et le ministre des Finances ont rendu public un document intitulé <i>Statement on the Conduct of Monetary Policy</i>, dans lequel il était mentionné que le gouvernement appuyait la cible d'inflation et reconnaissait l'indépendance de la Banque de réserve d'Australie (mention répétée dans l'énoncé de 2003).
Norvège	<ul style="list-style-type: none"> L'horizon fixé initialement à deux ans pour l'atteinte de la cible est devenu en 2004 un horizon « raisonnable » de « un à trois ans, normalement ». 	
Finlande		<ul style="list-style-type: none"> Depuis 1998, la loi organique de la Banque de Finlande garantit à celle-ci son indépendance.

des problèmes pour la clarté des communications, il ne semble pas que la crédibilité des régimes en ait pâti.

Le soutien des structures institutionnelles

Il est largement reconnu que des structures institutionnelles appropriées, ce qui inclut le franc soutien du gouvernement, sont d'importants éléments pour assurer la réussite et la crédibilité d'un régime de cibles d'inflation. Ce soutien s'est traduit généralement par une indépendance accrue des banques centrales et par la participation du gouvernement à certaines initiatives en matière de politique monétaire et de communication. L'évolution des structures institutionnelles ayant servi à asseoir la crédibilité du régime de cibles d'inflation au sein de plusieurs instances représentatives est décrite dans la seconde colonne du Tableau 3.

L'invocation d'objectifs touchant d'autres aspects que l'inflation peut cependant introduire un élément de doute. Ainsi, il arrive parfois que les déclarations du gouvernement ou les lois pertinentes fassent également référence à des objectifs apparemment conflictuels, tels que la croissance de l'emploi ou de la production. Néanmoins, les acteurs des marchés semblent avoir interprété ces consignes comme si elles signifiaient

que les autorités monétaires allaient attacher une certaine importance à la stabilisation de la production, mais pas au point d'éroder la stabilité des prix.

La communication et la publication de prévisions

Les fourchettes, les mesures de l'inflation sous-jacente, les exclusions explicites et les horizons de référence éloignés sont autant de moyens que les autorités monétaires emploient pour s'assurer une certaine flexibilité face aux incertitudes et aux chocs transitoires. Pourtant, cette même flexibilité peut aussi menacer la crédibilité des régimes de cibles d'inflation, surtout si les autorités monétaires ne révèlent pas (et ne sont peut-être pas en mesure de révéler) le poids qu'elles accordent à d'autres objectifs intermédiaires (dont la stabilisation de la production ou la stabilité de leur propre instrument de politique monétaire). Dans ces conditions, le soutien des structures institutionnelles évoqué précédemment est essentiel. Tout comme le sont des communications efficaces, qui visent à expliquer publiquement les décisions et les mesures des autorités.

Ces quinze dernières années, les communications relatives aux cadres et aux objectifs de politique

Tableau 4

Publication de projections concernant l'inflation

	Hypothèse relative aux taux d'intérêt	Hypothèse relative au taux de change	Communication de l'incertitude	Horizon approximatif	Diffusion des projections concernant l'écart de production
Nouvelle-Zélande	Taux d'intérêt endogènes	Taux de change endogène (avec retour à la moyenne de long terme)	Description de divers scénarios (à l'intérieur d'encadrés dans le <i>Rapport</i>) au besoin	De trois à quatre ans	Oui
Royaume-Uni	Taux implicites extraits du marché (et scénario de rechange où les taux d'intérêt sont constants)	Moyenne d'un niveau constant et de la trajectoire déduite de la parité des taux d'intérêt sans couverture	Graphiques en éventail	De deux à trois ans	Non
Suède	Taux implicites extraits du marché	Ajustement vers le niveau d'équilibre de long terme	L'évaluation des risques comporte l'emploi de graphiques en éventail construits à partir du scénario de référence; mention d'un scénario de rechange	De deux à trois ans	Non (sauf pour quelques indicateurs de l'utilisation des ressources)
Zone euro ¹	Taux constants ²	Taux constant	Présentation de tous les chiffres dans des fourchettes	Deux ans	Non
Suisse	Taux constants	Taux constant	Présentation des tendances de l'inflation d'après les indicateurs monétaires	Trois ans	Non
Norvège	Taux endogènes	Taux endogène (mais optique prudente à l'égard des variations futures)	Graphiques en éventail; présentation de plus d'un scénario; comparaison avec des règles de politique monétaire	De trois à quatre ans	Oui

1. Les projections publiées sont établies par le personnel de la Banque centrale européenne. Le Conseil des gouverneurs n'élabore pas ses propres projections.

2. Les taux d'intérêt à court terme sont supposés constants, alors que les taux à long terme sont fondés sur les attentes des marchés.

monétaire se sont accrues considérablement, que les banques centrales poursuivent des cibles d'inflation ou non¹². Comme le souligne Kuttner, « toutes les institutions qui ont des cibles d'inflation sont très loquaces » [*traduction*] (2004, p. 94). De fait, les stratégies de communication déployées aujourd'hui ne manquent pas de similitudes (par exemple, les rapports détaillés sur l'inflation sont devenus monnaie courante). Il reste néanmoins un domaine qui continue d'évoluer sensiblement; il s'agit de la publication d'information concernant l'évolution future de l'économie, dont les prévisions d'inflation. En raison du délai de transmission de la politique monétaire, le cadre de poursuite de cibles d'inflation accorde une large place à ces prévisions, afin que les décideurs puissent réagir rapidement au besoin. Svensson (1999 et 2005) prétend même que, lorsqu'il est mis en œuvre correctement, un tel régime revient essentiellement à utiliser une règle fondée sur l'établissement de prévisions d'inflation. Les banques centrales ont constamment augmenté la somme d'informations prospectives

12. Issing (2005) et Berg (2005) proposent des tableaux comparatifs détaillés des activités de communication de toutes les banques centrales évoquées ici. Pour une analyse plus complète du degré de transparence du Comité de l'open market, voir Poole (2005).

qu'elles publient, y compris, de plus en plus, les prévisions d'inflation et d'autres variables macroéconomiques qu'elles effectuent à l'interne. Le Tableau 4 récapitule quelques-unes des caractéristiques clés des prévisions d'inflation dont font état les banques centrales pourvues de cibles¹³.

Les banques centrales de Nouvelle-Zélande et de Norvège ont toutes deux été très loin dans la divulgation de leurs prévisions. La publication d'une trajectoire des taux d'intérêt est particulièrement problématique, en partie parce que la trajectoire prévue risque d'être interprétée comme un engagement des autorités de s'y conformer, mais aussi parce qu'il est difficile de rendre compte du caractère conditionnel des perspectives ainsi que des incertitudes qui les entourent. La Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande fonde néanmoins ses prévisions sur une trajectoire endogène des taux d'intérêt (c'est-à-dire liée à l'évolution des autres variables plutôt que complètement indépendante)

13. Voir Berg (2005) pour une comparaison similaire de la manière dont les banques centrales présentent leurs prévisions, mais pour un groupe d'institutions quelque peu différent (surtout en ce qui concerne le Tableau 3). Le Tableau 4 se concentre sur les banques centrales qui rendent compte de leurs hypothèses relatives aux taux d'intérêt. L'Australie et le Canada publient eux aussi des prévisions concernant l'inflation.

qui est compatible avec l'atteinte de sa cible d'inflation à l'horizon visé. De son côté, la banque centrale de Norvège a fondé les siennes pendant un certain temps sur les attentes implicites dans la structure des taux d'intérêt (qu'elle modifiait lorsque ses vues différaient sensiblement de celles des marchés), mais, à la fin de 2005, elle a commencé à publier ses propres prévisions sur la trajectoire des taux pour les trois années à venir¹⁴.

Les banques centrales ont constamment augmenté la somme d'informations prospectives qu'elles publient.

Pour résumer, la communication est le ciment qui assure la cohésion du cadre de poursuite de cibles d'inflation. Étant donné la tension perpétuelle entre la réalité de la cible (ou de la fourchette) chiffrée et l'impossibilité de l'atteindre constamment, les outils de communication, tels que les rapports sur l'inflation, sont indispensables pour expliquer l'incidence de chocs passagers. On constate d'ailleurs que l'utilisation de ces outils a considérablement augmenté dans les pays dotés de cibles d'inflation.

On peut soutenir que la clarté des objectifs des banques centrales est maximisée lorsque celles-ci font état de leurs prévisions de l'inflation (et des incertitudes qui planent sur ces dernières), de sorte que les agents économiques privés peuvent évaluer les interventions des autorités monétaires. Le taux d'inflation prévu offre en quelque sorte un condensé de l'ensemble des informations sur lesquelles se fonde la conduite de la politique monétaire. Même s'il y a plusieurs façons pour les agents économiques de se renseigner sur les objectifs d'une banque centrale, les prévisions peuvent s'avérer particulièrement efficaces pour révéler ses préférences sous-jacentes. Toutefois, elles peuvent aussi avoir des inconvénients, et une question toujours

14. La trajectoire endogène des taux d'intérêt se fonde sur un ensemble de six critères destinés à faire en sorte qu'elle demeure appropriée et raisonnable (cf. la dernière livraison du rapport sur l'inflation de la banque centrale de Norvège). Le récent passage à une trajectoire endogène pour le taux directeur s'est apparemment bien déroulé, encore que les différences qui ont été observées jusqu'à présent avec l'approche fondée sur les taux implicites extraits du marché soient minimales (voir Bergo, 2006, et Qvigstad, 2006).

en suspens concerne le degré de détail dans lequel devraient entrer les prévisions à publier.

Conclusion

À certains égards, les régimes de cibles d'inflation des pays industrialisés ont émergé de manière ponctuelle et disparate. Il faut dire qu'au début des années 1990, la théorie économique ne permettait pas d'établir de façon certaine les caractéristiques appropriées de ce genre de régime. On ignorait également quelles étaient les conditions optimales d'adoption d'un cadre de poursuite de cibles d'inflation. C'est pourquoi les premières définitions de ces cadres, de même que le calendrier de leur introduction, ont réclamé une bonne dose de jugement professionnel et ont été influencées dans une certaine mesure par les exigences du moment.

Dans ces conditions, il peut paraître surprenant que les cadres instaurés initialement aient donné de si bons résultats. Même si ces régimes ont très peu changé en substance depuis leurs débuts, tous les pays ayant des cibles ont réussi à maintenir un bas taux d'inflation et à nettement réduire les attentes d'inflation. On pourrait en déduire que, dès lors que les autorités monétaires sont capables de s'engager de manière crédible à garder l'inflation à un bas niveau, les caractéristiques précises de leur cadre de poursuite de cibles d'inflation importent comparativement peu. Par contre, les caractéristiques en question serviront forcément d'appui à la stratégie globale de communication, indispensable à l'établissement et au maintien de la crédibilité, compte tenu de la flexibilité avec laquelle toutes les banques centrales mettent en œuvre leur régime de cibles d'inflation.

Il semble que les banques centrales soient parvenues à mettre en place, dans des délais relativement courts, un cadre globalement approprié pour l'environnement existant. Des modifications ont cependant été apportées au fil des années dans plusieurs domaines essentiels, surtout en ce qui concerne l'horizon de référence. Celui-ci a eu tendance à s'allonger quelque peu, à mesure que l'attention se portait vers le moyen terme. On s'est mis aussi à accorder plus d'attention aux types de chocs et de mouvements des prix auxquels les banques centrales ne réagissaient pas ou qui les amenaient à autoriser des écarts prolongés par rapport à la cible.

Les modifications qui ont été apportées aux caractéristiques des régimes de cibles d'inflation depuis leur introduction n'ont généralement pas découlé de ce qui pourrait passer pour des erreurs dans leur

conception initiale. Il semble plutôt qu'à partir du moment où leur crédibilité était établie, les banques centrales aient pu instaurer un régime plus souple, plus pragmatique en somme, sans avoir à se soucier d'une éventuelle perte de crédibilité. Cela a aussi permis l'adoption d'une approche plus nuancée pour faire face aux chocs importants mais transitoires. Les dissimilitudes qui persistent entre les régimes de cibles d'inflation des banques centrales concernées résultent probablement davantage de réalités institutionnelles différentes et d'événements fortuits que de profondes divergences d'opinions sur le plan de la théorie économique.

L'un des critères importants qui a prévalu dans le choix de nombreux éléments de ces cadres était qu'ils

puissent être communiqués sans peine au public, afin de faciliter l'explication des objectifs et des décisions des banques centrales. Les efforts considérables que les banques centrales ont déployés au chapitre de leurs communications avec le public et la meilleure compréhension de ces cadres qu'elles sont parvenues à favoriser au fil du temps faciliteront sans doute les changements qu'elles voudront mettre en œuvre dans l'avenir. Selon Murray (2006), ces changements pourraient consister notamment à accorder plus d'attention aux variations importantes des prix des actifs, à abaisser les objectifs chiffrés et à prendre pour cible le niveau des prix, plutôt que l'inflation comme c'est la pratique courante de nos jours.

Ouvrages et articles cités

- Åkerholm, J., et A. Brunila (1995). « Inflation Targeting: The Finnish Experience ». In : *Inflation Targets*, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Bäckström, U. (2003). « The Road to Price Stability in the 1990s », *Economic Review*, n° 3, Sveriges Riksbank, p. 5-44.
- Berg, C. (2005). « Experience of Inflation-Targeting in 20 Countries », *Economic Review*, n° 1, Sveriges Riksbank, p. 20-47.
- Bergo, J. (2006). « Projections, Uncertainty and Choice of Interest Rate Assumption in Monetary Policy », discours, Banque de Norvège (janvier).
- 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.
- Fonds monétaire international (2006). « Inflation Targeting and the IMF » (mars).
- Gramlich, E. (2003). « Maintaining Price Stability », discours, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale (octobre).
- Gürkaynak, R., A. Levin et E. Swanson (2006). « Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from Long-Term Bond Yields in the U.S., U.K., and Sweden », document de travail n° 2006-09, Banque fédérale de réserve de San Francisco.
- Heikensten, L. (2002). « The Art of Targeting Inflation », *Economic Review*, n° 4, Sveriges Riksbank, p. 5-34.
- Issing, O. (2005). « Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (mars/avril), p. 65-83.
- Ito, T. (2004). « Inflation Targeting and Japan: Why Has the Bank of Japan Not Adopted Inflation Targeting? », document de travail n° 10818, National Bureau of Economic Research.
- King, M. (2004). « The New Inflation Target », discours, Banque d'Angleterre (janvier).
- Kuttner, K. (2004). « A Snapshot of Inflation Targeting in Its Adolescence ». In : *The Future of Inflation Targeting*. Actes d'un colloque tenu par la Banque de réserve d'Australie à Kirribilli les 9 et 10 août 2004.
- Levin, A., F. Natalucci et J. Piger (2004). « The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (juillet/août), p. 51-80.
- Meyer, L., et B. Sack (2006a). « Coming Soon: An Inflation Target at the Fed », *Monetary Policy Insights*, Macroeconomic Advisers, 26 janvier.
- (2006b). « An Explicit Inflation Objective: Defining Best Practice », *Monetary Policy Insights*, Macroeconomic Advisers, 24 mars.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Mishkin, F., et K. Schmidt-Hebbel (2001). « One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know? », document de travail n° 8397, National Bureau of Economic Research.
- Murray, J. (2006). « Future Trends in Inflation Targeting: A Canadian Perspective ». In : *La poursuite de cibles d'inflation : problèmes et possibilités*, communication présentée au nom de la Banque du Canada à un colloque tenu en février 2006. Document accessible à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/conference/2006/ny_conf2006f.html.
- Poole, W. (2005). « FOMC Transparency », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (janvier/février), p. 1-9.
- Qvigstad, J. (2006). « Review of the ECB's Strategy and Alternative Approaches », discours, Banque de Norvège (mai).
- Reddell, M. (1999). « Origins and Early Development of the Inflation Target », *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 62, n° 3, p. 63-71.
- Rich, G. (2000). « Monetary Policy without Central Bank Money: A Swiss Perspective », Banque nationale suisse.
- Roger, S., et M. Stone (2005). « On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets », document de travail n° 05/163, Fonds monétaire international.
- Selody, J., et C. Wilkins (2004). « Prix des actifs et politique monétaire : une perspective canadienne », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-16.
- Sherwin, M. (1999). « Inflation Targeting: 10 Years On », discours, Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande (juillet).
- Stevens, G. (1999). « Six Years of Inflation Targeting », *Reserve Bank of Australia Bulletin* (mai), p. 46-61.
- (2003). « Inflation Targeting: A Decade of Australian Experience », discours, Banque de réserve d'Australie (avril).
- Svensson, L. (1999). « Price Stability as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stability », document de travail n° 7276, National Bureau of Economic Research.
- (2005). « Monetary Policy with Judgment: Forecast Targeting », document de travail n° 11167, National Bureau of Economic Research.
- Sveriges Riksbank (2006). « Monetary Policy in Sweden » (mai).
- Thiessen, G. (2000). « Le changement au service de la stabilité : l'évolution de la politique monétaire à la Banque du Canada, de 1935 à 2000 », discours, Banque du Canada (octobre).
- Trichet, J. (2004). « Key Issues for Monetary Policy: An ECB View », discours, Banque centrale européenne.

Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale

Thérèse Laflèche et Jamie Armour, département des Recherches

- *La Banque du Canada a défini sa cible de maîtrise de l'inflation en fonction du taux d'accroissement de l'indice global des prix à la consommation (IPC). Mais comme les variations que connaît ce dernier sont souvent attribuables aux fluctuations passagères des prix, la Banque a recours à un indice de référence qui lui permet de suivre l'évolution de la tendance fondamentale de l'inflation.*
- *Lors de la reconduction de la cible d'inflation, en 2001, la Banque a adopté un nouvel indice mesurant l'inflation fondamentale ou tendancielle, IPCX, qui allait remplacer l'IPC hors alimentation et énergie. Cet indice exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.*
- *Des études récentes menées à la Banque montrent qu'IPCX présente toujours des avantages par rapport aux autres mesures. Il demeure toutefois un indicateur imparfait de l'inflation tendancielle. Les autres mesures de l'inflation fondamentale, en particulier IPCP, qui pondère à la baisse les composantes volatiles (au lieu de les exclure), fournissent de l'information additionnelle précieuse sur l'inflation sous-jacente.*
- *La Banque conservera donc IPCX comme mesure officielle de l'inflation fondamentale, mais elle continuera de surveiller de près les autres indices.*

L'élément central de la politique monétaire de la Banque du Canada est la cible de maîtrise de l'inflation, qui est actuellement de 2 %, soit le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %. Cette cible est définie en fonction du taux d'accroissement sur douze mois de l'indice global des prix à la consommation (IPC), qui est l'indicateur de l'inflation le plus couramment utilisé au Canada. Comme il mesure le niveau des prix des biens et des services de consommation, l'IPC procure l'estimation la plus pertinente de l'évolution du coût de la vie des Canadiens. Indice des prix le plus connu du public, l'IPC est établi tous les mois, est publié rapidement et ne fait jamais l'objet de révisions.

Depuis l'instauration d'un régime de poursuite de cibles d'inflation en 1991, la Banque a choisi, pour les raisons exposées ci-après, de recourir à une mesure de l'inflation fondamentale pour la guider dans la conduite de sa politique monétaire à court terme. Lorsque la cible d'inflation a été renouvelée en 2001, la Banque a adopté un nouvel indice pour mesurer l'inflation tendancielle, IPCX, dont elle suivait l'évolution depuis quelque temps. Ainsi que le souligne Macklem (2001, p. 5), « si aucune mesure n'était supérieure aux autres sous tous les rapports et durant toutes les périodes, IPCX présentait somme toute certains avantages par rapport aux autres indices ».

Dans le présent article, nous faisons le bilan de l'utilisation de la mesure courante de l'inflation fondamentale à la Banque, en cherchant plus particulièrement à savoir si cette mesure satisfait encore aux critères qui avaient présidé à son choix en 2001. Nous commençons par discuter de l'intérêt que présentent les mesures de l'inflation tendancielle dans la conduite de la politique monétaire, puis nous décrivons les indices que surveille actuellement la Banque. Nous réévaluons ensuite les différentes mesures en tenant compte d'une nouvelle période d'estimation. Les performances de ces mesures sont comparées à la lumière de critères tant empiriques (volatilité, absence de biais par rapport à l'IPC global,

capacité de prévision de l'inflation) que pratiques (actualité et crédibilité). Nous arrivons à la conclusion que la mesure IPCX satisfait encore à tous les critères. Aucun autre indice ne lui est réellement supérieur, et elle a l'avantage d'être connue du public.

Considérations générales sur l'utilisation d'une mesure de l'inflation fondamentale

Un indice mesurant l'inflation fondamentale se révèle utile à maints égards dans la conduite de la politique monétaire. Premièrement, il représente un meilleur indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes que ne l'est l'IPC global. Celui-ci peut être trompeur, étant donné que certaines de ses composantes peuvent afficher de la volatilité en réaction à des chocs temporaires. Les variations à court terme de l'inflation causées par ces chocs temporaires ou l'effet initial de modifications des impôts indirects tendent à s'inverser assez rapidement. Comme les mesures de politique monétaire agissent de façon graduelle, il n'est ni possible ni souhaitable pour les autorités monétaires de réagir à ces mouvements de courte durée. En fait, une telle réaction ne ferait qu'accroître la volatilité au sein de l'économie. L'indice de référence est utile parce qu'il fait abstraction des composantes qui sont le plus exposées aux chocs d'offre temporaires ou aux variations des prix relatifs.

Deuxièmement, dans la mesure où il permet de cerner la tendance fondamentale à laquelle reviendra l'IPC global, cet indice constitue un guide utile, à court terme, pour la conduite de la politique monétaire. Les changements de taux d'intérêt ne faisant sentir leur effet sur la production et l'inflation qu'avec un certain décalage, la politique monétaire doit être prospective. Les décisions de politique monétaire prises aujourd'hui se fondent donc sur le niveau attendu de l'inflation 18 à 24 mois plus tard. Si les projections relatives à l'inflation globale s'appuient sur tout un ensemble d'informations, l'indice de référence est un indicateur relativement simple, que l'on peut calculer facilement dans un court laps de temps.

On remarque que l'IPC global et les mesures de l'inflation fondamentale qui excluent les composantes les plus volatiles à court terme évoluent généralement de manière très similaire en longue période. Tant et aussi longtemps que l'inflation fondamentale et l'inflation globale suivent la même tendance à long terme, à un horizon de deux ans environ, le choix des autorités monétaires de concentrer leur attention sur l'inflation tendancielle est compatible avec la poursuite d'une cible d'inflation définie en fonction de l'IPC

global. La Banque prend pour cible l'inflation globale afin de réaliser son objectif consistant à garder le taux d'augmentation des prix à un niveau bas, stable et prévisible, et à permettre ainsi aux ménages de prendre les meilleures décisions possibles en matière de consommation. C'est pourquoi elle définit la cible d'inflation en fonction du rythme d'accroissement sur douze mois de l'IPC global (c'est-à-dire de l'inflation globale), qui représente le meilleur indicateur de l'évolution du coût de la vie pour les ménages canadiens. Bien qu'elle se concentre sur l'indice de référence, la Banque ne néglige pas pour autant l'inflation enregistrée dans les composantes exclues de cette mesure (fruits, légumes ou essence, par exemple), qui forment une part importante du panier de consommation. Pour la Banque, l'indice de référence est simplement un outil pratique pour parvenir à maîtriser l'inflation globale.

Pour la Banque, l'indice de référence est simplement un outil pratique pour parvenir à maîtriser l'inflation globale.

Enfin, l'indice de référence sert également à informer le public sur la conduite de la politique monétaire. En analysant et en comparant les chiffres de l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global, dans le *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque aide le grand public à mieux comprendre et évaluer ses décisions en matière de politique monétaire.

La première mesure de l'inflation fondamentale que la Banque a adoptée, en 1991, était le taux de variation sur douze mois d'IPCHAEI, défini comme l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects. Lorsque la cible de maîtrise de l'inflation a été renouvelée pour une troisième fois, en mai 2001, la Banque a choisi IPCX comme guide pour la conduite de la politique monétaire, parce que cet indice présentait des avantages, tant au point de vue théorique que statistique, par rapport à IPCHAEI (voir Encadré 1). Plus précisément, IPCX exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes¹. Il convient de souligner que ces huit composantes représentent une plus faible proportion

1. Les huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Encadré 1

Fondements théoriques de l'exclusion des huit composantes d'IPCX

La mesure de l'inflation fondamentale retenue par la Banque, IPCX, exclut seulement deux composantes alimentaires¹, les fruits et les légumes, qui subissent fréquemment l'influence de chocs d'offre associés aux aléas du climat. Les autres composantes alimentaires (viande, poisson, produits laitiers, produits de boulangerie, autres produits alimentaires, et aliments achetés au restaurant), dont IPCHAEI fait abstraction, ne sont pas aussi souvent exposées aux chocs temporaires et sont, par le fait même, peu volatiles.

Parmi les composantes énergétiques, qui sont toutes omises dans IPCHAEI, trois sont aussi retranchées d'IPCX : l'essence, le gaz naturel et le mazout. Les prix de ces composantes dépendent clairement des cours mondiaux du pétrole, hautement volatils, qui sont fixés sur les marchés internationaux. Notons que le prix de l'électricité n'est pas exclu d'IPCX; n'étant pas influencé de façon notable par les chocs d'offre, il a affiché une volatilité assez faible au cours de la période d'estimation (de janvier 1986 à juillet 2001).

Trois composantes volatiles qui faisaient partie d'IPCHAEI sont exclues d'IPCX : le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires. Le transport interurbain

comprend les billets d'avion, dont les prix sont fortement déterminés par ceux du pétrole. Les prix des produits du tabac sont quant à eux largement influencés par les modifications des taxes d'accise, qui constituent de toute évidence des chocs temporaires².

Les intérêts sur les prêts hypothécaires sont un cas particulier. Ils sont retranchés de l'indice de référence pour la raison suivante : si, par exemple, les taux d'intérêt augmentent sous l'effet d'une mesure de politique monétaire destinée à réduire l'inflation, les intérêts sur les prêts hypothécaires monteront aussi en conséquence, poussant temporairement l'inflation à la hausse. Cela enverrait un signal trompeur au sujet de la tendance fondamentale de l'inflation à court terme. Pour cette même raison, beaucoup d'autres banques centrales excluent cette composante de leur mesure de l'inflation fondamentale.

1. Tiré de Macklem (2001, p. 9-10).

2. L'indice de référence est corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects. Toutefois, l'effet calculé demeure approximatif. Le fait d'exclure les produits du tabac de l'indice de référence élimine la nécessité d'en corriger souvent le prix pour tenir compte de cet effet et élimine par conséquent le recours à des approximations.

du panier de consommation que les douze composantes liées à l'alimentation et à l'énergie dont IPCHAEI fait abstraction.

Il n'existe pas de définition unique de l'inflation fondamentale, ni de façon de la mesurer directement. Même si IPCX a été préféré à d'autres indices, il demeure un indicateur imparfait de l'inflation tendancielle. La Banque mène donc régulièrement des recherches sur ce genre de mesures et surveille attentivement l'évolution de plusieurs indicateurs qui se sont révélés utiles par le passé.

Autres mesures de l'inflation fondamentale dont la Banque suit l'évolution

La Banque suit de près d'autres mesures que son indice de référence officiel, notamment IPCP, une mesure « à pondération double ». Plutôt que de faire abstraction des composantes les plus volatiles de l'indice général des prix, comme c'est le cas d'IPCX, IPCP réduit leur influence en attribuant à chacune des 54 composantes un poids inversement proportionnel à

sa variabilité². Ce poids est défini comme l'inverse de l'écart-type de la variation des prix relatifs³. Autrement dit, plus les prix relatifs d'une composante sont volatils, plus le poids de cette composante est faible. Le second poids, par lequel le premier est multiplié, est le poids initial de la composante dans le panier de l'IPC, qui représente l'importance relative de la composante dans les dépenses de consommation. Des tests empiriques ont montré qu'IPCP est l'une des mesures de l'inflation tendancielle les plus informatives (Lafèche, 1997; Hogan, Johnson et Lafèche, 2001). C'est principalement pour cette raison que la Banque surveille de près IPCP et en fait régulièrement mention dans son *Rapport sur la politique monétaire*.

2. Au niveau le plus détaillé, l'IPC compte 264 composantes. Nous en avons toutefois regroupé certaines, afin d'obtenir des séries chronologiques qui commencent toutes à la même date et ne changent pas avec le temps. Les mesures statistiques de l'inflation fondamentale sont donc construites au moyen de séries chronologiques portant sur 54 composantes de l'IPC et débutant toutes en 1986. Pour plus de renseignements, consulter Hogan, Johnson et Lafèche (2001).

3. La variation des prix relatifs correspond à la différence entre la variation des prix d'une composante et le taux d'inflation mesuré par l'IPC global.

La Banque s'intéresse aussi étroitement à deux autres mesures : MOYET et MEDP. Ces dernières sont des « statistiques d'ordre », calculées à l'aide de la distribution transversale des variations de prix sur douze mois des 54 composantes de l'IPC⁴. Pour bien comprendre ces mesures, il faut considérer le taux d'inflation annuel — la variation sur douze mois de l'IPC global — comme la moyenne pondérée des variations de prix sur douze mois de chacune des composantes de l'indice.

MEDP est la médiane pondérée de la distribution mensuelle des variations de prix sur douze mois des 54 composantes de l'IPC. Cette valeur sépare la distribution ordonnée en deux parties, la somme des poids de chaque partie étant égale à 50 % du total. Cette mesure n'exclut aucune composante, et elle peut varier considérablement selon la forme de la distribution : si celle-ci est très asymétrique, MEDP s'écartera considérablement de la moyenne, c'est-à-dire de l'IPC global.

La mesure MOYET fait abstraction des composantes dont le taux de variation des prix se situe à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution. Une fois ces composantes exclues, on calcule la moyenne pondérée des variations de prix sur douze mois des autres composantes afin d'obtenir l'indice de référence. Les composantes dont le taux de variation des prix sur douze mois est parmi les plus bas ou les plus élevés, et qui se situent de ce fait aux extrémités de la distribution, sont ainsi éliminées. Cette mesure a pour particularité importante d'omettre des composantes différentes d'un mois à l'autre.

La principale différence entre IPCX et les autres mesures de l'inflation fondamentale décrites ci-dessus est que celles-ci n'excluent aucune composante de manière systématique. Cela comporte à la fois des avantages et des inconvénients. En faisant systématiquement abstraction de certaines composantes, on risque de perdre de l'information utile sur les pressions inflationnistes et la tendance fondamentale de l'inflation, ou encore de continuer, de façon inopportune, à prendre en considération un prix après un changement de comportement de ce dernier. Ce genre de problème ne se pose pas avec les statistiques d'ordre, qui parviennent, au surplus, à éliminer l'effet de variations de prix exceptionnelles dans des composantes qui ne sont pas réputées volatiles. Par contre, il est plus difficile d'expliquer les variations dans le temps des statistiques d'ordre que celles des mesures à exclusion de composantes comme IPCX.

4. Ces mesures sont appelées statistiques d'ordre parce qu'elles sont calculées au moyen d'une distribution ordonnée. Pour des exemples numériques simples de ces mesures statistiques, voir Laffèche (1997, p. 34).

Pour expliquer les premières, il faut recenser les composantes qui sont omises chaque mois (dans le cas de MOYET) et déterminer quelles composantes sont responsables de la variation de la médiane pondérée (dans le cas de MEDP).

Lorsque tous les indicateurs envoient les mêmes signaux, on peut raisonnablement supposer que la Banque possède une estimation assez juste des pressions inflationnistes sous-jacentes.

Comme nous l'avons déjà mentionné, IPCX a été choisi en tant qu'indice de référence officiel parce qu'il présente des avantages par rapport aux autres mesures, mais il demeure un indicateur imparfait de l'évolution tendancielle des prix. C'est pourquoi, dans la conduite de la politique monétaire, la Banque doit faire appel à plusieurs indices de l'inflation fondamentale pour évaluer cette tendance. Lorsque tous les indicateurs envoient les mêmes signaux, on peut raisonnablement supposer que la Banque possède une estimation assez juste des pressions inflationnistes sous-jacentes. Par contre, lorsque les indicateurs divergent, l'estimation est moins sûre et la Banque doit examiner attentivement les raisons de la disparité.

L'exemple qui suit illustre bien ce propos. De mai 2001 à octobre 2002, IPCX est demeuré bien à l'intérieur de la fourchette cible, soit proche de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 %. Par contre, entre novembre 2002 et mars 2003, il a oscillé autour de la limite supérieure de cette fourchette. IPCX et IPCP ont augmenté considérablement durant cette période, alors que MOYET et MEDP ont peu bougé. La montée des deux premières mesures, ainsi que la volatilité qu'elles traduisaient clairement, étaient attribuables surtout au comportement des prix de l'électricité et des primes d'assurance automobile. Parce qu'elles étaient devenues soudainement plus volatiles, ces deux composantes ont été exclues de MOYET durant cette période (rappelons que les composantes qui sont retranchées de cette statistique d'ordre varient d'un mois à l'autre, selon leur volatilité). L'autre statistique d'ordre, MEDP, est demeurée elle aussi bien à l'intérieur de la fourchette cible durant la période. Au terme de ce mouvement à la hausse, échelonné entre novembre 2002 et mars 2003, l'inflation mesurée par l'indice de

référence est tombée rapidement à 2,1 % en avril 2003. IPCX et IPCP avaient manifestement surestimé l'inflation tendancielle durant cette période, du fait que l'augmentation de l'inflation ne résultait pas de pressions de la demande, mais plutôt de fluctuations marquées des prix relatifs de l'électricité et des primes d'assurance automobile. Les statistiques d'ordre, en revanche, se sont avérées de meilleurs indicateurs de la tendance fondamentale de l'inflation durant cette période, en raison de leur capacité d'éliminer l'effet des variations de prix occasionnelles dans les composantes habituellement peu volatiles.

À la suite de cette période d'instabilité des prix de l'électricité et des primes d'assurance automobile, deux nouvelles mesures à exclusion de composantes — IPCX9 et IPCX10 — sont venues s'ajouter, à titre d'essai, à l'éventail des indicateurs de l'inflation fondamentale observés par la Banque. La première exclut les mêmes composantes que IPCX, plus l'électricité, tandis que la seconde fait en plus abstraction des primes d'assurance automobile.

Évaluation des mesures de l'inflation fondamentale

Même si les banques centrales s'intéressent de près à l'inflation fondamentale, il n'existe pas de définition ou de mesure unique de cette variable. Cependant, tous les indicateurs de l'inflation fondamentale décrits précédemment reposent sur le principe que la mesure de l'inflation globale peut être décomposée en deux parties : l'une, tendancielle, qui rend compte de l'évolution sous-jacente des prix résultant de la pression exercée par la demande globale sur la capacité de production; et l'autre, non tendancielle, qui reflète les mouvements des prix engendrés par les chocs temporaires ou les variations des prix relatifs. Les critères empiriques qui servent à évaluer les mesures de l'inflation tendancielle se fondent sur ce principe.

Le premier critère, celui de la volatilité des composantes, part du postulat qu'une composante sera plus volatile si elle est exposée à des chocs temporaires que si elle ne l'est pas. Pour que ce critère soit rempli, il faut déterminer quelles composantes de l'IPC sont le plus volatiles et établir si leur variabilité est attribuable à des chocs temporaires ou à des modifications des prix relatifs.

Le deuxième critère est la volatilité de la mesure proprement dite. Si l'inflation tendancielle représente effectivement la tendance fondamentale des prix, on peut s'attendre naturellement à ce qu'elle soit plus stable que l'inflation mesurée par l'IPC global. Par

définition, les mesures qui suppriment ou réduisent l'incidence des composantes les plus volatiles seront moins variables que la mesure de l'inflation globale. En comparant la volatilité des différentes mesures, on peut déterminer lesquelles excluent les bonnes composantes (c.-à-d. celles qui subissent le plus souvent l'influence de chocs temporaires ou de fortes variations des prix relatifs) et, par conséquent, isoler l'indice qui donne la meilleure estimation de l'inflation fondamentale.

Le troisième critère empirique est l'absence de biais entre les différentes mesures de l'inflation tendancielle et de l'inflation globale. Ce critère est rétrospectif : il permet de vérifier si, au fil du temps, les indices de l'inflation fondamentale et de l'inflation globale ont suivi la même tendance ou non. L'existence d'un écart notable entre les deux mesures dénote une divergence de ces dernières à long terme et vient donc contredire le principe de base selon lequel l'indice de référence rend compte de l'évolution fondamentale de l'inflation.

Le quatrième critère — la capacité de la mesure de prévoir l'évolution de l'inflation globale — découle lui aussi de l'idée que l'inflation tendancielle reflète la tendance fondamentale des prix. En courte période, l'inflation globale peut s'écarter temporairement de l'inflation tendancielle, mais elle doit, par définition, converger vers celle-ci à longue échéance. Les tests empiriques permettent d'évaluer la validité de l'hypothèse selon laquelle les divergences entre l'IPC global et les mesures de l'inflation fondamentale sont temporaires. Ces mesures sont censées receler plus d'information sur l'évolution future de l'inflation que le dernier taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global observé. Si tel n'était pas le cas, les mesures de l'inflation fondamentale ne constitueraient pas des guides utiles pour la conduite de la politique monétaire.

Les critères empiriques décrits ci-dessus varient selon la période considérée. La volatilité des composantes de l'IPC et des mesures de l'inflation fondamentale est calculée pour une période particulière et peut donc varier dans le temps. Une composante qui avait été exclue parce qu'elle était très volatile durant un intervalle donné peut être devenue plus stable, alors qu'une composante qui était peu volatile au cours de la même période peut désormais présenter une plus grande variabilité et devoir être omise. Par ailleurs, l'évaluation du biais et du pouvoir prédictif des mesures de l'inflation tendancielle peut donner lieu à des résultats différents selon la période. Lorsque la cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite en 2001, ces critères favorisaient IPCX. Or, des études récentes menées à la Banque révèlent que cet indice

présente toujours certains avantages par rapport aux autres mesures de l'inflation fondamentale. Des résultats empiriques tirés de Armour (2006) et venant appuyer ces conclusions sont exposés ci-dessous.

La banque centrale doit prendre en considération des critères pratiques qui ont trait à l'actualité des mesures ainsi qu'à leur compréhension et à leur acceptation par le public.

En plus des critères empiriques, la banque centrale doit prendre en considération des critères pratiques qui ont trait à l'actualité des mesures ainsi qu'à leur compréhension et à leur acceptation par le public. Ces critères sont examinés à la fin de la présente section.

Volatilité des composantes

La volatilité des composantes a compté pour beaucoup, en 2001, dans la décision de substituer IPCX à IPCHAEI

Tableau 1

Écart-type de certaines composantes de l'IPC sur 12 mois

(Échantillon : février 1991 à décembre 2005)

Rang	Composante	Écart-type
1	Mazout et autres combustibles	16,9
2	Gaz naturel	16,0
3	Produits du tabac et articles pour fumeurs	12,0
4	Essence	11,1
5	Légumes et préparations à base de légumes	8,1
6	Autres dépenses d'utilisation des véhicules automobiles¹	5,6
7	Transport interurbain	5,3
8	Fruits, préparations à base de fruits et noix	4,9
12	Électricité	4,2
13	Primes d'assurance habitation	4,0
14	Intérêts sur prêts hypothécaires	3,9
15	Viande	3,2
22	Poisson et autres produits de la mer	2,5
23	Autres produits alimentaires	2,5
36	Produits de boulangerie et autres produits céréaliers	1,7
39	Produits laitiers et œufs	1,6
53	Aliments achetés au restaurant	0,8

Nota : Les composantes Électricité, Viande, Poisson et autres produits de la mer, Autres produits alimentaires, Produits de boulangerie et autres produits céréaliers, Produits laitiers et œufs et Aliments achetés au restaurant sont exclues d'IPCHAEI, mais font partie d'IPCX.

1. Comprend les primes d'assurance automobile.

en tant qu'indice de référence de la Banque. IPCX était supérieur non seulement du point de vue statistique (les huit composantes qui en sont exclues étaient toutes très volatiles, ce qui n'était pas le cas des douze composantes omises dans IPCHAEI), mais aussi du point de vue théorique, comme nous l'expliquons dans l'Encadré 1 (page 23).

Comme la volatilité varie dans le temps, on doit réévaluer périodiquement si les huit composantes exclues de l'indice de référence figurent toujours parmi les plus volatiles et si d'autres composantes sont devenues suffisamment variables pour qu'on puisse en justifier l'omission. Les critères statistiques qui servent à déterminer les composantes à retrancher d'IPCX sont l'écart-type et la fréquence d'exclusion de MOYET (une composante est exclue lorsque son taux de variation, en valeur absolue, se situe à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution). Pour les besoins de la présente étude, nous avons repris les calculs de 2001 en considérant uniquement les données de la période de poursuite de cibles d'inflation terminée

Tableau 2

Fréquence d'exclusion de certaines composantes de l'IPC de la mesure MOYET

(Échantillon : février 1991 à décembre 2005)

Rang	Composante	Exclusion de MOYET (%)
1	Mazout et autres combustibles	56
2	Gaz naturel	55
3	Essence	49
4	Légumes et préparations à base de légumes	40
5	Formation	40
6	Produits du tabac et articles pour fumeurs	37
7	Transport interurbain	34
8	Matériel et services de loisirs	33
9	Intérêts sur prêts hypothécaires	26
10	Autres dépenses d'utilisation des véhicules automobiles¹	22
11	Location à bail et location de véhicules automobiles	20
12	Fruits, préparations à base de fruits et noix	19
18	Poisson et autres produits de la mer	7
19	Électricité	7
23	Autres produits alimentaires	5
33	Viande	2
40	Produits laitiers et œufs	0
41	Produits de boulangerie et autres produits céréaliers	0
42	Aliments achetés au restaurant	0

Nota : Les composantes Électricité, Viande, Poisson et autres produits de la mer, Autres produits alimentaires, Produits de boulangerie et autres produits céréaliers, Produits laitiers et œufs et Aliments achetés au restaurant sont exclues d'IPCHAEI, mais font partie d'IPCX.

1. Comprend les primes d'assurance automobile.

en décembre 2005, et nous avons observé peu de changements dans les résultats⁵. Les huit composantes dont fait abstraction IPCX sont encore parmi les plus volatiles compte tenu de leur écart-type et de

5. Dans Macklem (2001), la volatilité était calculée pour la période de janvier 1986 à juillet 2001. On note toutefois une variation importante du taux d'inflation moyen entre la période antérieure à l'adoption de cibles (de janvier 1986 à janvier 1991) et celle où les cibles ont été poursuivies (de février 1991 à décembre 2005). Pour éviter le biais dû à cet écart, les statistiques présentées dans le présent article ont été calculées uniquement pour la seconde période.

leur fréquence d'exclusion de MOYET (voir les Tableaux 1 et 2).

On note néanmoins un changement dans le degré de volatilité de certaines composantes. Des sept composantes exclues d'IPCHAEI mais non d'IPCX, seule celle de l'électricité est devenue plus volatile. Parmi les trois composantes omises dans IPCX mais non dans IPCHAEI, celle des intérêts sur les prêts hypothécaires est devenue moins volatile, grâce probablement à l'application d'une politique monétaire

Encadré 2 Prix de l'électricité et primes d'assurance automobile

Lorsqu'on élabore des mesures de l'inflation fondamentale qui font abstraction de composantes, la volatilité ne peut à elle seule justifier l'exclusion d'une composante; on doit pouvoir s'appuyer aussi sur la théorie économique. Les chocs récents subis par les prix de l'électricité et les primes d'assurance automobile en sont une bonne illustration.

Au moment de la création d'IPCX, les prix de l'électricité étaient très stables depuis de nombreuses années. Ils sont cependant devenus plus volatils depuis, en raison des changements survenus sur les marchés de l'électricité de l'Alberta et de l'Ontario. Dans cette dernière province, les tarifs ont été poussés à la hausse en 2002, sous l'effet de la déréglementation temporaire du marché puis d'une pénurie d'électricité et d'un été exceptionnellement chaud, avant de redescendre en 2003 grâce au programme de remboursement du gouvernement provincial. Ils connaissent une évolution plus stable depuis. Les données des Tableaux 1 et 2 témoignent de la volatilité des prix de l'électricité. Celle-ci occupe un rang relativement élevé parmi les composantes les plus volatiles, tant du point de vue de l'écart-type que de celui de la fréquence d'exclusion de MOYET, tandis qu'IPCX9 présente une moins grande volatilité qu'IPCX, comme le montre le Tableau 3.

Pour l'heure, les prix de l'électricité sont toujours réglementés en Ontario et en Alberta, et nous ignorons ce que les autres provinces feront. La déréglementation pourrait bien rendre ces prix plus volatils, de sorte qu'il serait justifié de les exclure de l'indice de référence. Le problème est de savoir à quel moment les écarter, vu la difficulté de faire la distinction entre la volatilité des prix et les mouvements tendanciels qui peuvent s'opérer durant la transition vers un marché déréglementé. IPCX9 pourrait devenir biaisé par rapport à l'IPC global pendant cette période.

Entre janvier 2002 et janvier 2003, les primes d'assurance automobile ont enregistré une augmentation de 30 %. Celle-ci a résulté, selon toute vraisemblance, de l'effet combiné de deux facteurs : la hausse des indemnités versées, et l'éclatement de la bulle technologique en 2001, qui impliquait que les compagnies d'assurance ne pouvaient plus compter sur des rendements élevés de leurs placements pour compenser l'ascension du coût des indemnités. Par la suite, de nombreuses

provinces ont contraint ces compagnies à des réductions de tarif, et les primes d'assurance automobile sont redevenues plus stables. Les effets de ces variations de prix inhabituelles sont visibles également dans les Tableaux 1 et 2. La composante Autres dépenses d'utilisation des véhicules automobiles (constituée en majeure partie des primes d'assurance automobile) se classe à un rang assez élevé, tant du point de vue de l'écart-type que de celui de la fréquence d'exclusion de MOYET. En outre, comme l'indique le Tableau 3, IPCX10 présente une moins grande volatilité qu'IPCX ou IPCX9 et est biaisé par rapport à l'IPC global tout au long de la période étudiée. En conséquence, au lieu de considérer comme volatils les mouvements des primes d'assurance automobile, qui s'inversent rarement d'ailleurs, nous pourrions dire que leur tendance est soumise à des changements exceptionnels et durables.

Si la combinaison de facteurs qui a été à l'origine de la progression spectaculaire des primes d'assurance est un fait rare, voire unique, la façon dont les assureurs révisent leurs tarifs peut néanmoins soumettre cette composante à des variations de prix comparables¹. Et puisqu'on ne s'attend pas à ce que le processus réglementaire soit modifié, des hausses telles que celles qu'ont connues dans le passé les primes d'assurance automobile sont encore possibles. Comme les mouvements tendanciels de ces tarifs ne seraient pas liés à des pressions courantes de la demande, l'exclusion des primes d'assurance automobile de l'indice de référence est dans une certaine mesure justifiée d'un point de vue théorique². Cependant, on ne résoudrait sans doute pas le problème du biais par rapport à l'IPC global.

En somme, il ne semble pas indiqué pour l'instant d'exclure les prix de l'électricité et les primes d'assurance automobile de l'indice de référence. Mais comme des événements semblables à ceux qui ont provoqué de fortes variations de ces prix se produiront probablement à nouveau, il importe que la Banque continue de surveiller de près les indices IPCX9 et IPCX10.

1. Les assureurs doivent convaincre le gouvernement que leurs coûts ont augmenté considérablement. Le processus est long, et une hausse cumulative substantielle des coûts doit avoir été constatée avant que les autorités n'autorisent les assureurs à majorer leurs primes.

2. Le même argument vaut pour les prix réglementés en général.

axée sur une cible d'inflation constante et crédible. De fait, les taux d'intérêt à long terme sont remarquablement stables depuis plusieurs années. Outre les composantes exclues soit de l'indice de référence ou d'IPCHAEI, les primes d'assurance automobile (qui constituent la majeure partie de la composante Autres dépenses d'utilisation des véhicules automobiles) ont affiché une plus grande volatilité⁶.

Vu la volatilité des prix de l'électricité et des primes d'assurance automobile, on peut envisager la possibilité d'exclure désormais ces composantes de l'indice de référence.

Vu la volatilité des prix de l'électricité et des primes d'assurance automobile, on peut envisager la possibilité d'exclure désormais ces composantes de l'indice de référence. Il importe, cependant, d'examiner attentivement les causes de cette volatilité avant de prendre une décision à ce sujet. L'Encadré 2 (page 27) expose les avantages et les inconvénients de l'exclusion des prix de l'électricité et des primes d'assurance automobile.

Volatilité des mesures de l'inflation fondamentale

Outre la volatilité des composantes de l'IPC, nous avons étudié celle des mesures comme telles. Si les mesures de l'inflation fondamentale rendent bien compte de la tendance sous-jacente des prix, elles devraient, selon toute logique, être moins volatiles que l'inflation mesurée par l'IPC global.

On peut analyser la volatilité d'une série de valeurs en examinant la dispersion de cette dernière par rapport à la moyenne de l'échantillon. Le Tableau 3 présente l'écart-type et le coefficient de variation pour chacune des mesures⁷. Pour la période où des cibles d'inflation

6. Il convient de noter que certaines composantes, telles que Formation et Matériel et services de loisirs, comptent parmi les plus volatiles au regard de la fréquence d'exclusion de MOYET, mais ne sont pas réputées très volatiles du point de vue de l'écart-type pour la période d'estimation.

7. Le coefficient de variation est défini comme le quotient de l'écart-type par la moyenne. Si les moyennes des séries sont semblables, l'ordre de classement des valeurs du coefficient de variation ne devrait pas être très différent de celui des valeurs de l'écart-type. Toutefois, comme la littérature tend à indiquer que la variance du taux d'inflation s'accroît avec la moyenne, le coefficient de variation pourrait être un critère plus approprié que l'écart-type dans les circonstances.

Tableau 3

Statistiques sommaires relatives aux mesures de l'inflation fondamentale

(Échantillon : février 1991 à décembre 2005)

	Moyenne	Écart-type	Coefficient de variation	Variation absolue moyenne
IPCHI	1,90	0,86	0,45	0,29
IPCX	1,87	0,48	0,26	0,16
IPCHAEI	1,77	0,66	0,37	0,17
IPCP	1,86	0,59	0,32	0,14
MEDP	1,71	0,59	0,34	0,22
MOYET	1,76	0,60	0,34	0,23
IPCX9	1,84	0,46	0,25	0,15
IPCX10	1,71	0,39	0,22	0,14

ont été poursuivies, tous les indices traditionnels ont un coefficient de variation sensiblement inférieur à celui de la mesure de l'inflation globale hors effet des modifications des impôts indirects (IPCHI), IPCX étant celui qui affiche le coefficient le plus bas⁸. IPCX9 et IPCX10 présentent même une volatilité moins grande qu'IPCX, ce qui dénote l'importance des modifications récentes des prix de l'électricité et des primes d'assurance automobile.

Pour nous permettre d'examiner la robustesse des résultats exposés précédemment, le Tableau 3 présente aussi la moyenne de la variation mensuelle absolue de l'inflation sur douze mois. Cet autre indicateur de la volatilité dépend moins directement de la persistance de l'inflation. Suivant ce paramètre, IPCX, IPCHAEI et IPCP sont beaucoup moins volatils que la mesure de l'inflation globale, leur variabilité étant environ moitié moins élevée que celle d'IPCHI. IPCP est, de ces trois mesures de l'inflation fondamentale, celle qui affiche la variabilité la plus faible. IPCX9 et IPCX10 sont elles aussi moins volatiles qu'IPCX, IPCX10 se situant au même niveau qu'IPCP. MEDP et MOYET sont les indices les plus volatils. En fait, les statistiques d'ordre présentent la variabilité la plus forte, quelle que soit la façon de les calculer.

Absence de biais

L'inflation fondamentale et l'inflation globale doivent suivre la même tendance à long terme pour qu'il y ait cohérence entre l'indicateur opérationnel à court

8. Tous les taux d'inflation se rapportant aux composantes qui ont servi à l'élaboration des mesures transversales ont été corrigés uniquement en fonction des effets de la taxe sur les produits et services de 1991 et de la taxe sur le tabac de 1994, qui constituent les deux plus importantes sources de modifications des impôts indirects. Cela dit, d'autres changements des impôts indirects qui sont à l'origine de fortes variations des prix relatifs sont éliminés ou pondérés à la baisse, suivant les caractéristiques de la mesure. En conséquence, IPCHI constitue à cet égard un meilleur point de comparaison que l'IPC.

terme et la cible d'inflation. L'indice de référence doit être exempt de biais par rapport à l'IPC global. L'absence de biais appuie l'affirmation voulant que seuls les chocs à court terme sont exclus de la mesure de l'inflation fondamentale.

Une manière simple de déceler un biais est de comparer la moyenne inconditionnelle de chaque mesure à celle d'IPCHI. Le Tableau 3 montre que les moyennes d'IPCHI, d'IPCX, d'IPCP et d'IPCX9 se situent toutes à peu près au même niveau. Celles d'IPCHAEI et de MOYET sont légèrement au-dessous des précédentes, mais l'écart n'est pas statistiquement significatif. IPCX10 et MEDP affichent les moyennes les plus basses, et celles-ci sont, de façon statistiquement significative, différentes de la moyenne d'IPCHI, ce qui révèle l'existence d'un biais par rapport à l'IPC global. Ce résultat n'est pas surprenant dans le cas d'IPCX10, étant donné la forte montée des primes d'assurance automobile en 2002 et 2003. Quant au résultat de MEDP, il indique que la distribution des variations de prix sur douze mois des 54 composantes de l'IPC est souvent asymétrique. Toutes les autres mesures, y compris IPCX, ont suivi la même tendance que l'IPC global au cours des 14 dernières années.

Pouvoir prédictif

Si l'indice de référence est représentatif de la tendance fondamentale des prix, il devrait renfermer plus d'information sur l'évolution future de l'inflation que la mesure de l'inflation globale elle-même. En outre, les divergences entre l'IPC global et l'indice de

Tableau 4

Régressions : $(\pi_{t+12} - \pi_t) = \alpha + \beta(\pi_t^{réf.} - \pi_t) + u_t$

(Période d'estimation : janvier 1992 à décembre 2005)

IPCHI	\bar{R}^2	α (é.-t.)	β (é.-t.)	valeur p H_0 : ($\beta = 1, \alpha = 0$)
IPCHI				
IPCX	0,30	0,05 (0,22)	0,96* (0,39)	0,97
IPCHAEI	0,31	0,21 (0,19)	1,09* (0,34)	0,48
IPCP	0,44	0,14 (0,20)	1,32* (0,39)	0,46
MEDP	0,37	0,31 (0,18)	1,03* (0,32)	0,22
MOYET	0,32	0,23 (0,19)	1,03* (0,31)	0,45
IPCX9	0,27	0,06 (0,22)	0,95* (0,41)	0,96
IPCX10	0,38	0,22 (0,21)	1,08* (0,31)	0,56

Nota : Les écarts-types (é.-t.) sont corrigés pour tenir compte de l'autocorrélation.

* Indique un seuil de signification de 95 %.

référence sont censées être temporaires, c'est-à-dire que le premier peut s'écarter du second en courte période, mais doit le rejoindre à longue échéance.

Une manière courante de vérifier l'hypothèse que les divergences entre l'IPC global et l'indice de référence ne sont que temporaires est d'estimer les équations suivantes :

$$(\pi_{t+h} - \pi_t) = \alpha + \beta(\pi_t^{réf.} - \pi_t) + u_t, \quad (1)$$

$$(\pi_{t+h}^{réf.} - \pi_t^{réf.}) = a + B(\pi_t - \pi_t^{réf.}) + v_t, \quad (2)$$

où $\pi_{t+h} - \pi_t$ représente la variation de l'inflation mesurée par l'IPC global, $\pi_{t+h}^{réf.} - \pi_t^{réf.}$, la variation de l'inflation mesurée par l'indice de référence, u_t et v_t , des termes d'erreur aléatoire, et h , l'horizon temporel⁹. Le raisonnement qui sous-tend ces équations est que si l'inflation fondamentale est supérieure à l'inflation globale, c'est que l'IPC global a subi l'effet d'un choc précis appelé à se résorber. L'inflation mesurée par l'indice global devrait donc avoir tendance à augmenter dans l'avenir ($\beta > 0$), tandis que l'inflation fondamentale ne devrait pas réagir ($B = 0$). Si la contrainte $\alpha = 0$ et $\beta = 1$ est valable, l'équation (1) se réduit à $\pi_{t+h} = \pi_t^{réf.} + u_t$. Dans ce cas, l'indice de référence représente un indicateur non biaisé de l'inflation globale.

Les tableaux 4 et 5 présentent les résultats à un horizon de douze mois. On ne peut rejeter les hypothèses

Tableau 5

Régressions : $(\pi_{t+12}^{réf.} - \pi_t^{réf.}) = a + B(\pi_t - \pi_t^{réf.}) + v_t$

(Période d'estimation : janvier 1992 à décembre 2005)

IPCHI	\bar{R}^2	a (é.-t.)	B (é.-t.)
IPCX	-0,01	-0,01 (0,10)	0,00 (0,22)
IPCHAEI	0,01	-0,01 (0,12)	0,13 (0,18)
IPCP	0,04	0,00 (0,08)	0,19 (0,21)
MEDP	0,02	0,00 (0,07)	-0,13 (0,19)
MOYET	0,00	0,02 (0,06)	-0,07 (0,17)
IPCX9	0,00	-0,01 (0,10)	0,05 (0,25)
IPCX10	0,00	0,01 (0,05)	0,01 (0,17)

Nota : Les écarts-types (é.-t.) sont corrigés pour tenir compte de l'autocorrélation.

9. Ces équations, tirées de Cogley (2002), avaient été estimées dans Macklem (2001).

conjointes $\beta = 1$ et $\alpha = 0$ à un niveau de confiance de 95 % pour aucune des mesures étudiées, pas plus que l'hypothèse que $B = 0$, ce qui laisse supposer que toutes les mesures de l'inflation fondamentale étudiées sont des indicateurs non biaisés de l'inflation globale. Ces résultats signifient en outre que les écarts entre l'indice de référence et l'IPC global sont temporaires et que c'est l'IPC global qui tend vers l'indice de référence et non le contraire. Cela confirme l'hypothèse voulant que les mesures de l'inflation fondamentale constituent de meilleurs indicateurs de l'évolution future de l'inflation globale que l'IPC global lui-même.

Idéalement, les mesures de l'inflation tendancielle devraient être relativement lisses et pondérer à la baisse ou exclure les composantes qui enregistrent des fluctuations temporaires très prononcées. De plus, si la mesure fournit une estimation juste de l'inflation fondamentale, le coefficient β devrait être positif et proche de 1. Ces deux caractéristiques tendent à faire augmenter la valeur de \bar{R}^2 ¹⁰. Selon ce critère, IPCP (qui affiche la valeur \bar{R}^2 la plus élevée d'après l'analyse de régression) est, parmi les diverses mesures de l'inflation fondamentale étudiées, celle qui donne les meilleurs résultats dans l'ensemble (voir le Tableau 4).

En résumé, ces résultats montrent que toutes les mesures de l'inflation fondamentale sont des indicateurs non biaisés de l'inflation globale et qu'elles renferment plus d'information sur l'évolution future de l'inflation que l'inflation globale elle-même. En outre, IPCP est, de toutes les mesures de l'inflation fondamentale, celle qui présente la meilleure performance dans l'ensemble.

Critères pratiques

Les banques centrales doivent prendre en considération certains critères pratiques lorsqu'elles choisissent leurs mesures de l'inflation fondamentale. Premièrement, ces mesures doivent être disponibles en temps utile, car il est important que les autorités monétaires aient rapidement accès à des données à jour. Les indicateurs de l'inflation tendancielle dont la Banque suit l'évolution peuvent toutes être calculées le jour même où Statistique Canada publie ses chiffres sur l'inflation.

Deuxièmement, ces mesures ne devraient idéalement jamais être révisées. La plupart des variables écono-

miques sont révisées périodiquement, ce qui cause certains problèmes sur le plan de l'orientation de la politique monétaire ou de la communication des décisions. Mais ces variables ne sont pas liées étroitement à un objectif stratégique précis. La révision des mesures de l'inflation fondamentale aurait pour effet de réduire l'utilité de celles-ci tant comme outil de prise de décision que comme outil de communication. Parmi les indices de l'inflation tendancielle dont la Banque suit l'évolution, seul IPCP peut faire l'objet de révisions. En effet, l'un des poids de cette mesure à double pondération est défini comme l'inverse de l'écart-type de la variation des prix relatifs. Comme l'écart-type calculé pour une période donnée variera selon la période retenue, le poids variera lui aussi. Cependant, ainsi que le signale Armour (2006), la prolongation de la période sur laquelle sont calculés les poids d'IPCP n'a pas entraîné de révisions majeures aux séries chronologiques de cet indice par le passé. De plus, ce problème n'est pas insurmontable : on pourrait mettre à jour les poids à intervalles réguliers (tous les quatre ans, par exemple) et enchaîner la nouvelle série à l'ancienne, afin de ne pas modifier les données historiques.

Le troisième critère pratique est la crédibilité. Pour être crédible, une mesure de l'inflation fondamentale doit être comprise et acceptée par le public. Un indice très complexe serait plus difficile à expliquer, et donc probablement moins bien accepté. Les mesures à exclusion de composantes telles qu'IPCX et IPCHAEI sont les plus faciles à saisir. Par contre, il faut avoir quelques notions de statistique pour comprendre les statistiques d'ordre MEDR et MOYET, qui sont techniquement plus sophistiquées. En outre, comme leurs variations sont moins aisées à expliquer que celles d'IPCX et d'IPCHAEI, ces statistiques ne sont utilisées qu'à l'interne à la Banque. La mesure à double pondération, IPCP, est elle aussi plus ardue à comprendre qu'IPCX. Mais bien qu'elle puisse paraître très complexe à première vue, son concept est en fait assez simple. La difficulté tient au calcul du poids spécial, qui dépend de la volatilité de la composante. Néanmoins, la Banque publie régulièrement des données sur IPCP dans son *Rapport sur la politique monétaire*.

Résumé des résultats et conclusions

Bien que les degrés de volatilité respectifs des différentes composantes de l'IPC se soient modifiés au fil du temps, les huit composantes actuellement exclues d'IPCX comptent encore parmi les plus volatiles pour la période pendant laquelle des cibles d'inflation ont

10. Dans l'équation (1), \bar{R}^2 est une mesure de la capacité de l'écart entre l'indice de référence et l'IPC global de prédire la variation de l'inflation globale. \bar{R}^2 présente une relation positive avec β et avec le rapport entre la variance de la composante de l'inflation globale qui n'est pas expliquée par l'indice de référence et la variance de la variation de l'inflation globale.

été poursuivies. Deux autres composantes — électricité et primes d'assurance automobile — ont connu des périodes de volatilité accrue au cours des cinq dernières années. Les prix de ces composantes sont redevenus plus stables dernièrement, mais les événements qui ont été à l'origine de cette instabilité pourraient se reproduire. Pour l'heure, il serait prématuré d'exclure ces deux composantes de l'indice de référence, mais la Banque va continuer de suivre de près l'évolution des mesures qui en font abstraction, soit IPCX9 et IPCX10.

Bien que les degrés de volatilité respectifs des différentes composantes de l'IPC se soient modifiés au fil du temps, les huit composantes actuellement exclues d'IPCX comptent encore parmi les plus volatiles pour la période pendant laquelle des cibles d'inflation ont été poursuivies.

Toutes les mesures de l'inflation fondamentale de la Banque continuent de répondre aux critères empiriques : elles sont non biaisées, elles présentent une moins grande volatilité que l'IPC global, et elles renferment de l'information sur l'évolution future de l'inflation globale.

En raison de leur simplicité, les mesures à exclusion de composante sont bien comprises et acceptées par le public. Il est facile d'expliquer leur évolution par

rapport à celle de l'IPC global, ce qui aide la Banque à communiquer efficacement ses décisions en matière de politique monétaire. Les mesures appelées « statistiques d'ordre », ainsi que leurs variations, sont plus obscures aux yeux du public. La mesure à double pondération, IPCP, est elle aussi plus complexe qu'IPCX, et peut en outre faire l'objet de révisions.

La conclusion générale à laquelle nous arrivons est que la mesure IPCX répond encore à tous les critères empiriques et pratiques. Aucune autre mesure de l'inflation tendancielle ne lui est réellement supérieure et, par surcroît, IPCX est un indicateur connu et bien accepté du public.

Malgré qu'elle soit plus difficile à saisir que l'indice de référence officiel, la mesure à double pondération, IPCP, surpasse légèrement les autres mesures de l'inflation tendancielle d'un point de vue purement statistique. Cet indicateur mérite donc, selon nous, une attention plus grande.

Tous les indicateurs de l'inflation fondamentale considérés renferment de l'information sur la tendance sous-jacente des prix, et ils sont particulièrement utiles pour déterminer l'origine et la nature des chocs qui sont temporaires, mais dont les effets persistants influent sur le taux d'inflation et tendent à le faire dévier de la cible. La Banque conservera IPCX comme indice de référence officiel, mais elle surveillera encore de près les autres mesures de l'inflation fondamentale. Elle continuera également de publier des données sur la mesure IPCP dans le *Rapport sur la politique monétaire*. Enfin, elle mènera régulièrement des recherches pour s'assurer qu'elle dispose toujours du meilleur indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation.

Ouvrages et articles cités

Armour, J. (2006). « An Evaluation of Core Inflation Measures », document de travail n° 2006-10, Banque du Canada.

Cogley, T. (2002). « A Simple Adaptive Measure of Core Inflation », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 34, n° 1, p. 94-113.

Hogan, S., M. Johnson et T. Laflèche (2001). « Core Inflation », rapport technique n° 89, Banque du Canada.

Laflèche, T. (1997). « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 29-47.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Une nouvelle analyse de l'horizon de la cible d'inflation

Don Coletti, département des Relations internationales; Jack Selody, conseiller; et Carolyn Wilkins, département des Marchés financiers

- *L'horizon de la cible d'inflation est le délai prévu pour que les mesures de politique monétaire ramènent l'inflation à la cible fixée. Les autorités monétaires ont tout avantage à communiquer cet horizon, car cela contribue vraisemblablement à ancrer les attentes d'inflation.*
- *Des chercheurs de la Banque du Canada ont récemment effectué deux études portant sur l'horizon approprié pour l'atteinte de la cible d'inflation. Le choix de cet horizon représente un arbitrage entre, d'une part, les coûts associés à la volatilité de la production et des taux d'intérêt et, d'autre part, les avantages découlant du maintien de l'inflation près du taux visé.*
- *Les résultats de ces recherches indiquent que l'horizon optimal de la cible d'inflation varie beaucoup, selon la combinaison de chocs à laquelle l'économie est soumise. En moyenne, toutefois, il est légèrement inférieur à huit trimestres. Compte tenu de l'incertitude inhérente à ce type d'analyse, l'horizon actuel de six à huit trimestres nous semble une indication appropriée du rythme auquel doit s'opérer le retour de l'inflation à la cible à la suite de chocs économiques.*
- *Dans les rares cas où un choc persistant, comme une bulle d'actifs, déclenche un mécanisme d'accélérateur financier, un horizon plus long pourrait être approprié.*

L' horizon de la cible d'inflation est le temps qu'il faut aux mesures de politique monétaire visant à neutraliser les effets d'un choc sur l'économie pour ramener l'inflation au taux visé. Le retour de l'inflation à la cible n'est pas immédiat parce que certaines frictions (par exemple, l'existence de contrats salariaux) dans l'économie en prolongent les mouvements et parce que les mesures de politique monétaire mettent du temps à faire sentir leurs effets sur l'inflation.

L'horizon de la cible d'inflation est le temps qu'il faut aux mesures de politique monétaire pour ramener l'inflation au taux visé.

Le choix d'un horizon court exigerait d'importantes modifications des taux d'intérêt afin que l'inflation puisse être ramenée rapidement à la cible, mais pourrait engendrer une volatilité excessive des taux d'intérêt et de l'économie réelle, puisque des mesures subséquentes de sens contraire seraient probablement requises pour neutraliser les effets retardés des fortes modifications initiales des taux d'intérêt. Un horizon à long terme se prêterait à des changements moins marqués des taux d'intérêt, de sorte que la volatilité de l'économie réelle serait moindre, mais l'inflation s'écarterait plus longtemps de la cible. Il existerait donc un horizon optimal pour la cible d'inflation qui représenterait le juste milieu entre ces deux pôles. De plus, chaque type de choc secouant l'économie aurait son propre horizon optimal pour l'atteinte de la cible d'inflation, puisque chaque choc implique une relation d'arbitrage différente

entre la volatilité de la production et celle de l'inflation. L'horizon considéré à la Banque du Canada correspond au temps ordinairement requis pour ramener l'inflation au taux visé à la suite de diverses combinaisons de chocs.

Le retour de l'inflation à la cible n'est pas immédiat à cause de certaines frictions dans l'économie.

Le présent article se fonde sur deux études récentes effectuées à la Banque, dans lesquelles deux modèles d'équilibre général dynamiques et stochastiques de l'économie canadienne sont soumis à une série de chocs reproduisant la gamme des principaux chocs survenus au cours des 25 dernières années. Ces deux modèles à la fine pointe de la science économique offrent une description très rigoureuse du mécanisme de transmission de la politique monétaire. Le modèle utilisé dans la première étude cherche à expliquer les délais entre les mesures de politique monétaire et les variations subséquentes de l'inflation essentiellement par des frictions nominales et réelles (liées, par exemple, à l'existence de contrats salariaux établis en termes nominaux ou de coûts d'ajustement du capital). Le modèle de la seconde étude intègre en outre des frictions financières (souvent désignées sous le vocable de « mécanisme d'accélérateur financier ») qui, lorsqu'elles entrent en jeu, peuvent modifier la relation entre une mesure de politique monétaire et la variation subséquente de l'inflation.

Pour établir l'horizon optimal de la cible d'inflation, on a incorporé à ces modèles une mesure quantitative de la perte que peut entraîner, pour l'économie, la volatilité de la production, de l'inflation et des taux d'intérêt si la règle de politique monétaire appliquée ramène l'inflation au taux visé trop rapidement ou trop lentement. On a ensuite fait varier les valeurs des paramètres de la règle modélisée qui relie les modifications du taux directeur aux écarts prévus entre l'inflation et le taux visé ainsi qu'à l'écart de production afin de déterminer l'horizon qui minimise la perte pour l'économie¹. L'opération a été répétée

pour un vaste éventail de chocs possibles afin d'obtenir la fourchette des horizons optimaux.

Les résultats de ces études étayent la thèse selon laquelle des chocs différents sont associés à des horizons différents, ce qui laisse croire que l'horizon optimal varie dans le temps et en fonction des chocs touchant l'économie. Néanmoins, ils indiquent également que la politique appliquée par la Banque du Canada depuis 1991, à savoir chercher à ramener l'inflation au taux fixé dans un délai de six à huit trimestres, demeure appropriée face à la plupart des chocs. Dans les rares occasions où un choc important et persistant déclenche un mécanisme d'accélérateur financier, un horizon plus long pourrait être plus approprié.

Méthodologie

Étant donné la complexité des frictions présentes dans l'économie, les deux études examinent la question de l'horizon de la cible d'inflation au moyen de deux modèles différents de l'économie canadienne.

Dans la première étude, Cayen, Corbett et Perrier (2006) — que nous désignerons dans la suite du texte par les lettres CCP — utilisent une version préliminaire du modèle TOTEM (pour *Terms-of-Trade Economic Model*), un modèle dynamique d'équilibre général de l'économie canadienne de type multisectoriel, conçu pour l'analyse des questions de politique monétaire dans un cadre d'économie ouverte et pour l'élaboration de projections économiques (Murchison et Rennison, à paraître). Dans le modèle TOTEM, la rigidité des salaires nominaux est la principale friction à l'origine de la persistance des effets réels à court terme des mesures de politique monétaire. La rigidité des prix joue aussi un rôle important, mais moindre. Les autres grandes frictions sont liées à la persistance des habitudes de consommation², à la présence d'un coût d'ajustement du capital physique et à la nature variable du taux d'utilisation du capital. Le modèle TOTEM comporte également un volet distinct pour le secteur des produits de base, ce qui permet une meilleure représentation de la dynamique des termes de l'échange. En outre, le modèle englobe un large éventail de chocs exogènes qui constituent les impulsions initiales à sa dynamique.

Dans la seconde étude, Basant-Roi et Mendes (2006) — désignés ci-après par les lettres BRM — font appel à un modèle expérimental qui suppose l'existence d'un mécanisme d'accélérateur financier sur le marché

1. Voir Armour et Côté (1999-2000) ainsi que Black, Macklem et Rose (1997) pour un survol des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation.

2. On entend par là l'hypothèse selon laquelle les ménages ne se soucient pas seulement du niveau de leur consommation durant la période en cours, mais aussi de l'évolution de celle-ci au fil du temps.

immobilier résidentiel³. Ce modèle a de nombreux éléments communs avec TOTEM, dont des rigidités nominales sur le marché du travail et celui des biens, ainsi que des rigidités réelles, comme la persistance des habitudes, qui ralentissent l'ajustement de l'économie réelle aux chocs. Bien que le modèle de BRM soit moins raffiné que le modèle TOTEM sous certains aspects, il comporte des frictions financières, lesquelles sont absentes de TOTEM. Il peut ainsi nous renseigner au sujet de l'incidence sur les résultats économiques des interactions entre le secteur réel et le secteur financier⁴. Les frictions financières en question sont engendrées par les fluctuations de la valeur des actifs servant de garantie au financement hypothécaire. Par exemple, une hausse des prix des logements accroît initialement la valeur des garanties hypothécaires, ce qui réduit les coûts d'emprunt. Cette réduction stimule le crédit et la demande globale, dont la demande de logements, et provoque ainsi une nouvelle augmentation des prix des logements par le jeu d'un mécanisme d'accélérateur financier. Les chocs qui mettent en branle ce mécanisme sont très semblables à ceux intégrés au modèle TOTEM. La prise en compte des prix des logements dans le modèle de BRM permet également d'étudier l'incidence des bulles d'actifs sur l'horizon optimal de la cible d'inflation.

Chacun des modèles a été calibré de façon à reproduire les grandes caractéristiques des données macroéconomiques canadiennes pour la période de 1980 à 2004. Il doit y avoir concordance entre le modèle et les principales relations révélées par les données pour que soient représentées correctement les relations d'arbitrage entre l'inflation, l'écart de production et la stabilisation des taux d'intérêt qui caractérisent l'économie.

L'un des principaux déterminants de la persistance de l'inflation dans l'économie est la crédibilité de la politique monétaire. Lorsque la politique monétaire est très crédible, les attentes d'inflation demeurent bien arrimées, à moyen terme, à la cible d'inflation. Pour les fins du présent article, les deux modèles postulent que la politique monétaire est très crédible, comme le montrent les données récentes (voir l'encadré).

3. La version actuelle de ce modèle ne prend pas en compte l'existence possible d'un mécanisme d'accélérateur financier dans le secteur des entreprises qui pourrait influencer sur les investissements de celles-ci, par l'intermédiaire, par exemple, de fortes fluctuations des prix des actions. Toutefois, étant donné la structure de l'économie canadienne, les fluctuations marquées des prix des logements sont vraisemblablement plus susceptibles de représenter une source de préoccupation pour les autorités monétaires (Selody et Wilkins, 2004).

4. Par exemple, le modèle de BRM ne comprend ni chocs des prix des produits de base ni chocs touchant la cible d'inflation.

Lorsque les attentes sont bien ancrées, l'inflation a fortement tendance à revenir à la cible établie, de sorte que, toutes choses égales par ailleurs, on a moins besoin d'appliquer une politique monétaire énergique (Svensson, 2002) et de faire varier les taux d'intérêt et la production pour ramener l'inflation à la cible.

*Lorsque les attentes sont bien ancrées,
l'inflation a fortement tendance à
revenir à la cible établie.*

CCP et BRM recourent à la même méthodologie générale pour déterminer l'horizon optimal de la cible d'inflation (voir Batini et Nelson, 2000). Dans les deux études, il est présumé que la banque centrale modifie ses taux directeurs afin de minimiser les coûts globaux provenant de trois sources de volatilité : celle de l'inflation par rapport à la cible, celle de la production par rapport à son potentiel (l'écart de production) et celle des taux d'intérêt. La stabilisation de l'inflation est souhaitable en partie parce que, lorsque celle-ci est variable, il est plus ardu pour le marché de répartir les ressources de façon efficiente, ce qui engendre une incertitude compliquant la prise de décisions éclairées par les entreprises, les consommateurs et les épargnants (Svensson, 2002). Il importe de viser à réduire au maximum les variations de la production par rapport à son potentiel parce que les ménages préfèrent généralement que leurs dépenses de consommation varient le moins possible d'une période à l'autre. La volatilité des taux d'intérêt est prise en compte, car on suppose que les décideurs publics se soucient de la stabilité financière, qui peut être affectée par une volatilité excessive des taux d'intérêt (Cukierman, 1990), ainsi que du risque que les taux d'intérêt nominaux tombent à leur valeur plancher de zéro (Rotemberg et Woodford, 1997; Woodford, 1999).

De façon plus formelle, les modèles utilisés dans les deux études postulent que la banque centrale détermine l'horizon optimal de la cible d'inflation en minimisant la fonction de perte quadratique :

$$\bar{L} = \sigma_{\pi}^2 + \sigma_{ygap}^2 + 0.5 \cdot \sigma_{\Delta R}^2, \quad (1)$$

où σ_{π}^2 , σ_{ygap}^2 et $\sigma_{\Delta R}^2$ sont les variances non conditionnelles de l'écart entre le taux d'inflation observé

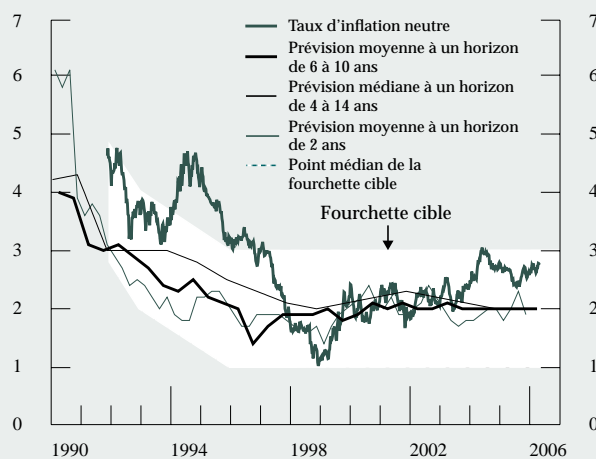
La crédibilité de la politique monétaire

On observe de nombreuses manifestations du renforcement considérable de la crédibilité de la politique monétaire depuis la mise en place au Canada du régime de cibles d'inflation. Le Graphique B1 montre plusieurs mesures des attentes d'inflation à divers horizons. Par exemple, l'écart entre le rendement des obligations à rendement réel à long terme du gouvernement canadien et celui des obligations à rendement nominal de même échéance (appelé « taux d'inflation neutre ») peut être considéré comme une mesure très approximative des attentes d'inflation à long terme. (Pour un examen approfondi de l'utilité du taux d'inflation neutre comme indicateur des attentes d'inflation, voir Christensen, Dion et Reid, 2004). L'évolution de l'écart entre ces rendements donne à penser que la prime liée à l'inflation attendue a diminué. Les prévisions relatives à l'inflation à long terme issues des enquêtes de Consensus Economics auprès de prévisionnistes du secteur privé font état d'une tendance semblable. Ces prévisions indiquent que les attentes d'inflation à un horizon relativement long (deux, cinq et dix ans) ont convergé vers la cible de 2 % après son adoption et ne s'en sont pas éloignées depuis. Johnson (1998), Perrier (1998) ainsi qu'Amano et Perrier (2000) ont conclu, à partir d'analyses statistiques fondées sur des données d'enquête, que la crédibilité de la politique monétaire au Canada a augmenté depuis l'établissement de cibles d'inflation.

La possibilité que le bas niveau des attentes d'inflation s'explique simplement par la récente évolution de l'économie, y compris celle de l'inflation, fait planer un doute sur la validité des conclusions tirées des enquêtes sur l'inflation attendue concernant la

crédibilité de la politique monétaire. Levin, Natalucci et Piger (2004) présentent une analyse plus convaincante, au terme de laquelle ils concluent que, sur la période 1994-2003, les prévisions du secteur privé au sujet de l'inflation à long terme ne sont pas corrélées avec l'inflation passée dans les cinq pays (dont le Canada) ayant poursuivi des cibles d'inflation explicites durant toute la période. Cette absence de corrélation indique que la politique monétaire menée par les banques centrales de ces pays a été raisonnablement crédible.

Graphique B1
Quatre mesures des attentes d'inflation à long terme



(π) et le taux visé (π^T), de l'écart de production ($ygap$) et des modifications du taux directeur (ΔR)⁵.

Cette fonction repose sur l'hypothèse que tous les écarts futurs entre ces variables et les cibles fixées sont coûteux pour l'économie⁶. Les pondérations attribuées impliquent que la banque centrale se préoccupe autant des écarts de l'inflation par rapport à la cible que de

l'écart de production, mais moins de la variabilité des taux d'intérêt⁷.

Les deux études représentent le comportement de la banque centrale au moyen d'une règle de politique monétaire simple :

$$R_t = \rho R_{t-1} + (1 - \rho)R^* + \varphi_\pi (E_t \pi_{t+k} - \pi^T) + \varphi_y (ygap_t), \quad (2)$$

où R^* est la valeur d'équilibre à laquelle le taux d'intérêt finira par s'établir et E_t désigne les attentes

5. La fonction de perte intertemporelle est : $L_t = E_t \left((1 - \beta) \sum_{i=0}^{\infty} \beta^i L_{t+i} \right)$, où E_t représente les attentes fondées sur l'information disponible au moment t et β est le taux d'actualisation retenu par la banque centrale. Lorsque le taux d'actualisation s'approche de l'unité, $\beta \rightarrow 1$, $L_t = L$. Les Tableaux 1 et 2 présentent les valeurs estimées des variances de l'inflation, de l'écart de production et des modifications du taux directeur selon les règles de politique monétaire optimales.

6. Il convient de noter que les écarts sont représentés sous forme quadratique, les écarts substantiels étant considérés comme beaucoup plus coûteux que les écarts de faible amplitude.

7. Certaines études récentes privilégient des règles de politique monétaire qui maximisent le bien-être d'un consommateur représentatif. Cette méthode a notamment pour avantage d'éviter l'utilisation de fonctions de perte arbitraires du genre de celle employée ici. Cependant, comme cette méthode est très exigeante sur le plan des calculs, son application à des modèles plus réalistes et plus larges soulève encore de nombreux problèmes.

formées durant la période t^8 . Des règles simples ont été employées, car elles sont jugées moins sensibles au choix du modèle que les règles plus complexes optimisées pour un modèle en particulier (Levin, Wieland et Williams, 1999; Armour et Côté, 1999-2000; Côté et coll., 2002). La règle décrite ici est fondée sur l'inflation prévue, en ce sens que le terme d'inflation utilisé est l'écart entre le taux d'inflation attendu et la cible d'inflation. En général, les règles fondées sur l'inflation prévue sont simples, intuitives, parcimonieuses et dotées de propriétés raisonnables en présence d'une vaste gamme de chocs (voir Amano, Coletti et Macklem, 1999, de même que Black, Macklem et Rose, 1997).

Les variables de cette fonction de réaction hypothétique de la politique monétaire sont les mêmes que celles de la fonction objectif (1). La banque centrale choisit le degré de lissage du taux d'intérêt (ρ), l'ampleur de sa réaction aux écarts attendus de l'inflation par rapport à la cible (φ_π), l'ampleur de sa réaction à l'écart de production (φ_y) et le degré de prospectivité de sa politique monétaire (k). Ces paramètres sont déterminés séparément pour chacun des modèles de CCP et de BRM de façon à minimiser la fonction objectif lorsque l'économie est soumise à une série de chocs aléatoires semblables à ceux qui se sont produits par le passé. L'horizon de la cible d'inflation qui est ainsi obtenu est considéré comme optimal, du moins dans le contexte d'une règle de rétroaction simple.

Horizon optimal dans le cas de chocs d'ampleur normale

Le Tableau 1 présente l'horizon de la cible d'inflation associé à la règle optimale dans le cas où l'économie serait encore confrontée à des chocs macroéconomiques de l'envergure de ceux observés durant la période de 1980 à 2004⁹. Aux fins de ces calculs, l'inflation est considérée comme étant revenue à la cible si elle se situe à 0,1 point de pourcentage ou moins de celle-ci.

8. En raison de la complexité du processus décisionnel en matière de politique monétaire, ces fonctions de réaction simples ne doivent pas être interprétées comme des caractérisations précises du comportement des autorités monétaires.

9. La valeur de l'horizon optimal est quelque peu sensible à l'échantillon retenu, ses variations pouvant atteindre jusqu'à deux trimestres selon la période considérée dans l'étude de CCP. Si une variation de deux trimestres est suffisante pour que l'horizon moyen sorte de la fourchette de six à huit trimestres en certaines circonstances, l'écart n'est pas assez important pour influencer de façon significative sur les attentes. CCP examinent cinq chocs de demande (dont un choc de consommation), six chocs de prix ou de taux de marge (dont un choc salarial), un choc technologique interne, un choc relatif à la prime de risque-pays et quatre chocs externes (prix mondiaux des produits de base, production étrangère, prix étrangers et taux d'intérêt étranger).

Tableau 1

Horizon optimal de la cible d'inflation en l'absence de bulles immobilières

	CCP	BRM
Horizon de rétroaction (k)	2,0	2,0
Paramètre de lissage (ρ)	0,8	0,6
Variance de l'inflation (σ_π^2)	0,9	0,7
Variance de l'écart de production (σ_{ygap}^2)	5,1	4,3
Variance des modifications du taux d'intérêt ($\sigma_{\Delta R}^2$)	1,7	1,6
Horizon moyen	7,0	6,0
Fourchette des horizons*	4-11	2-9

Nota : Les horizons sont exprimés en nombre de trimestres nécessaires pour ramener l'inflation à 0,1 point de pourcentage ou moins de la cible.

* Selon un intervalle de confiance à 90 %

L'horizon moyen est la moyenne de la distribution obtenue lorsqu'on effectue des tirages répétés dans la distribution estimative des chocs auxquels l'économie a été soumise au cours de cette période.

Trois grandes conclusions se dégagent de ce tableau. D'abord, BRM et CCP obtiennent un horizon moyen très semblable (six et sept trimestres respectivement). Ensuite, la fourchette des horizons optimaux est également assez semblable dans les deux études : CCP estiment que, dans le cas d'un choc qui éloigne l'inflation de la cible, l'inflation devrait être ramenée à 0,1 point de pourcentage ou moins de la cible dans quatre à onze trimestres neuf fois sur dix; dans l'étude de BRM, les limites de la fourchette en question sont de deux et neuf trimestres. Enfin, les résultats présentés indiquent que l'horizon optimal de la cible d'inflation se situe en moyenne dans la portion inférieure de la fourchette de six à huit trimestres. Ce dernier résultat pourrait s'expliquer en partie par une hausse de la crédibilité de la politique monétaire depuis l'adoption du régime de cibles d'inflation. Cette hausse aurait raccourci le délai entre le moment où sont prises les mesures de politique monétaire et celui où leurs effets sur l'inflation se font sentir, et donc réduit ce qu'il en coûte pour ramener l'inflation au taux visé.

Horizon optimal dans le cas de bulles immobilières

BRM ont également procédé à une simulation afin de déterminer l'effet d'une bulle immobilière exogène sur l'horizon optimal de la cible d'inflation. La bulle, définie par un écart persistant et croissant entre le prix du marché et la valeur fondamentale des logements, est modélisée à la manière de Bernanke et Gertler (2000). Les probabilités de formation et d'éclatement

d'une bulle sont par hypothèse fixes et connues de tous les agents¹⁰. Une bulle survient en moyenne tous les dix ans. Les probabilités sont établies de telle sorte qu'en moyenne, les prix dépassent les valeurs fondamentales d'un maximum de 30 % et la durée de la bulle ne dépasse pas trois ans¹¹. Ces simulations ont été effectuées en utilisant la même règle de politique monétaire que dans le scénario examiné ci-dessus (règle 1), ainsi qu'une autre règle qui est optimisée en tenant compte de la possibilité de bulles (règle 2).

La prise en compte de l'apparition éventuelle d'une bulle laisse à peu près inchangés les paramètres de la règle de rétroaction simple de BRM présentés au Tableau 1, car les bulles d'actifs sont, par hypothèse, des événements peu probables. Si une bulle immobilière se forme, le temps moyen qu'il faut pour ramener l'inflation à la cible augmente considérablement (voir le Tableau 2). La raison en est que ce type de choc déclenche d'importants effets d'accélérateur financier, qu'il s'avère coûteux de neutraliser au moyen de la politique monétaire. En particulier, une bulle immobilière a une incidence directe sur les prix des actifs et le mécanisme d'accélérateur financier, tandis que tous les autres chocs n'agissent sur ceux-ci que de manière indirecte.

Les résultats ne doivent être considérés que comme une indication des effets possibles d'une bulle d'actifs dans l'économie canadienne.

On obtient ce résultat qu'on fasse ou non intervenir les prix des logements dans la règle de politique monétaire. Une analyse de sensibilité montre que l'inclusion de ces derniers procure peu d'avantages, sans doute parce que la règle tient déjà compte des effets de leurs fluctuations sur la volatilité de l'inflation et de la production. Ce résultat est conforme à la conclusion de Bernanke et de Gertler (2000) selon laquelle la

10. Cette hypothèse est posée à des fins de simplification, puisque, dans la réalité, les agents ne possèdent pas tant d'informations.

11. Ces hypothèses sont globalement conformes aux caractéristiques des bulles immobilières décrites dans la livraison d'avril 2003 de la publication du Fonds monétaire international intitulée *Perspectives de l'économie mondiale*.

Tableau 2

Horizon optimal de la cible d'inflation dans le cas de bulles immobilières

	Règle 1 : (absence de bulles)	Règle 2 : (optimisée en tenant compte de la possibilité de bulles)
Horizon de rétroaction (k)	2,0	2,0
Paramètre de lissage (p)	0,6	0,6
Variance de l'inflation (σ_{π}^2)	0,8	0,8
Variance de l'écart de production (σ_{ygap}^2)	4,3	4,4
Variance des modifications du taux d'intérêt ($\sigma_{\Delta R}^2$)	1,6	1,6
Horizon moyen	14,0	13,0
Fourchette des horizons*	3-51	4-48

Nota : Les horizons sont exprimés en nombre de trimestres nécessaires pour ramener l'inflation à 0,1 point de pourcentage ou moins de la cible.

* Selon un intervalle de confiance à 90 %

politique monétaire peut faire face de façon appropriée aux bulles en modulant son action en fonction de l'inflation prévue. La politique monétaire n'a donc pas besoin de réagir directement aux mouvements des prix des logements pour être efficace¹².

Les simulations de BRM sont très stylisées, de sorte que leurs résultats ne doivent être considérés que comme une indication des effets possibles d'une bulle d'actifs dans l'économie canadienne. Étant donné que de telles bulles ne se sont produites que très rarement au Canada, il est difficile de quantifier précisément l'incidence réelle d'une importante variation des prix des logements, de même que l'effet des mesures de politique monétaire sur une bulle immobilière et l'accroissement potentiellement nécessaire de l'horizon de la cible¹³. De plus, le modèle ne rend pas compte de toutes les perturbations financières susceptibles d'accompagner ces bulles. Par exemple, même si le coût du financement hypothécaire augmente à la suite d'une baisse des prix des actifs, les restrictions sur les volumes de prêts qui peuvent être imposées dans le cas d'un « étranglement du crédit » ne sont pas modélisées. Travaillant sur des données canadiennes, Tkacz et Wilkins (2006) ont constaté l'existence d'effets de seuil appréciables dans la relation entre les prix des

12. Pour un exemple plus récent, voir Tetlow (2005).

13. Dans les simulations de BRM, les mesures de politique monétaire influent sur la valeur fondamentale des logements mais non sur la formation des bulles.

logements et l'activité économique réelle, ce qui porte à croire que le fait de ne pas prendre en compte ces restrictions peut engendrer d'importants biais.

*Un horizon de six à huit trimestres
demeure approprié.*

Conclusions

Le choix de l'horizon de la cible d'inflation consiste en un arbitrage. Un horizon court permet de maintenir l'inflation plus près de la cible, mais au prix d'une hausse de la volatilité de la production et des taux d'intérêt; un horizon long permet à la banque centrale de tolérer plus longtemps un écart entre l'inflation et la cible au profit d'une stabilité accrue de la production et des taux d'intérêt. Les deux études présentées ici montrent que l'horizon optimal varie selon les chocs

et qu'il serait, en moyenne, un peu plus court qu'on ne le pensait auparavant. Toutefois, comme l'analyse comporte plusieurs importantes sources d'incertitude, les estimations ponctuelles de l'horizon optimal n'ont qu'une valeur indicative. En particulier, la structure et le calibrage des modèles étudiés ne sont que des approximations imparfaites de l'économie véritable. De plus, les chocs futurs pourraient avoir un profil passablement différent de celui des chocs observés dans le passé. Enfin, ces études reposent sur des concepts difficiles à mettre en pratique avec précision. Par exemple, on ne peut définir ni aisément ni avec exactitude les préférences des autorités monétaires à l'aide d'une fonction objectif simple. Compte tenu de ces incertitudes, nous concluons qu'un horizon de six à huit trimestres convient dans la plupart des cas. Dans le cadre des modèles examinés, seuls quelques types de chocs peu probables, comme une bulle d'actifs, justifient le choix d'un horizon considérablement plus long. Dans ces rares cas, il pourrait donc être approprié pour les autorités monétaires d'accroître la période à l'intérieur de laquelle elles cherchent à ramener l'inflation au taux visé.

Ouvrages et articles cités

- Amano, R., D. Coletti et T. Macklem (1999). « Monetary Rules When Economic Behaviour Changes », document de travail n° 99-8, Banque du Canada.
- Amano, R., et P. Perrier (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 13-20.
- Armour, J., et A. Côté (1999-2000). « L'efficacité des règles de rétroaction aux fins de la maîtrise de l'inflation : survol de la littérature récente », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 47-61.
- Basant-Roi, M., et R. Mendes (2006). « Should Central Banks Adjust Their Target Horizons in Response to Housing-Price Bubbles? », document de travail (à paraître), Banque du Canada.
- Batini, N., et E. Nelson (2000). « Optimal Horizons for Inflation Targeting », document de travail n° 119, Banque d'Angleterre.
- Bernanke, B., et M. Gertler (2000). « Monetary Policy and Asset Price Volatility », document de travail n° 7559, National Bureau of Economic Research.
- Black, R., T. Macklem et D. Rose (1997). « 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 en mai 1997 à la Banque du Canada, Ottawa, Banque du Canada, p. 445-502.
- Cayen, J.-P., A. Corbett et P. Perrier (2006). « An Optimized Monetary Policy Rule for TOTEM », document de travail (à paraître), Banque du Canada.
- Christensen, I., F. Dion et C. Reid (2004). « Les obligations à rendement réel : la crédibilité de la politique monétaire et la prévision de l'inflation à court terme », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 17-29.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Côté, D., J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant (2002). *The Performance and Robustness of Simple Monetary Policy Rules in Models of the Canadian Economy*, rapport technique n° 92, Ottawa, Banque du Canada.
- Cukierman, A. (1990). « Why Does the Fed Smooth Interest Rates? ». In : *Monetary Policy on the 75th anniversary of the Federal Reserve System*, actes du 14^e colloque annuel sur les politiques économiques organisé par la Banque fédérale de réserve de St-Louis, Norwell (Massachusetts), Kluwer Academic Publishers, p. 111-144.
- Johnson, D. (1998). « La crédibilité de la politique monétaire : analyse des résultats d'enquêtes menées sur l'inflation attendue dans divers pays ». In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu en mai 1997 à la Banque du Canada, p. 389-426.
- Levin, A., F. Natalucci et J. Piger (2004). « Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes », document de travail n° 383, Banque centrale européenne.
- Levin, A., V. Wieland et J. Williams (1999). « Robustness of Simple Monetary Policy Rules under Model Uncertainty ». In : *Monetary Policy Rules*, sous la direction de J. B. Taylor, Chicago, University of Chicago Press, p. 263-299.
- Murchison, S., et A. Rennison (2006). *TOTEM: The Bank of Canada's New Projection Model*, rapport technique (à paraître), Ottawa, Banque du Canada.
- Perrier, P. (1998). « Un examen de la crédibilité de la politique monétaire au Canada », document de travail n° 98-12, Banque du Canada.
- Rotemberg, J., et M. Woodford (1997). « An Optimization-Based Econometric Framework for the Evaluation of Monetary Policy », *NBER Macroeconomics Annual*.
- Selody, J., et C. Wilkins (2004). « Prix des actifs et politique monétaire : une perspective canadienne », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-16.
- Svensson, L. (2002). « Monetary Policy and Real Stabilization ». In : *Rethinking Stabilization Policy: a Symposium*, actes d'un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City tenu à Jackson Hole, Wyoming, du 29 au 31 août, p. 261-312.
- Tetlow, R. (2005). « Monetary Policy, Asset Prices and Misspecification », communication présentée au colloque de la Banque du Canada intitulé « La poursuite de cibles d'inflation » et tenu les 28 et 29 avril.
- Tkacz, G., et C. Wilkins (2006). « Linear and Threshold Forecasts of Output and Inflation with Stock and Housing Prices », document de travail (à paraître), Banque du Canada.
- Woodford, M. (1999). « Optimal Monetary Policy Inertia », document de travail n° 7261, National Bureau of Economic Research.

Discours

Introduction

Dans un discours prononcé le 21 juin devant la Chambre de commerce du Montréal métropolitain et la Fédération des chambres de commerce du Québec, le gouverneur, M. David Dodge, a déclaré que de puissantes forces et tendances au sein de l'économie mondiale, dont la montée en puissance des économies asiatiques, le vif essor de l'économie mondiale et les bas taux d'intérêt à l'échelle du globe, obligent les entreprises canadiennes à procéder à des ajustements. Soulignant qu'il est évident que c'est justement ce qu'elles font, M. Dodge a aussi expliqué que la Banque du Canada participe au processus d'ajustement en maintenant l'inflation au niveau cible et en faisant en sorte que l'économie tourne à plein régime.

Le 8 juin, le sous-gouverneur Tiff Macklem a prononcé un discours devant la Chambre de commerce de Lunenburg. Il a présenté les deux éléments clés du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque, soit la cible de maîtrise de l'inflation (le point d'ancrage) et le régime de changes flottants, et a précisé comment ceux-ci fonctionnent de concert pour favoriser le bien-être économique du pays.

Les deux discours sont reproduits dans la présente livraison de la *Revue*. Il est possible de consulter le texte intégral de ces derniers et des autres discours des membres du Conseil de direction dans le site Web de la Banque (www.banqueducanada.ca). En voici quelques-uns :

20 juillet 2006	Discours prononcé devant la Chambre de commerce Brésil-Canada, São Paulo (Brésil)
19 juillet 2006	Discours prononcé devant la Chambre de commerce Chili-Canada, Santiago (Chili)
13 juillet 2006	Déclaration préliminaire suivant la publication de la <i>Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire</i>
30 mai 2006	Déclaration préliminaire devant le Comité permanent de l'industrie, des sciences et de la technologie de la Chambre des communes
3 mai 2006	Déclaration préliminaire devant le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce
27 avril 2006	Déclaration préliminaire faite après la publication du <i>Rapport sur la politique monétaire</i>
30 mars 2006	Conférence prononcée à la Woodrow Wilson School of Public and International Affairs, Princeton (New Jersey)
29 mars 2006	Allocution prononcée devant la New York Association for Business Economics, New York (New York)
6 février 2006	Allocution devant la Barbados International Business Association, Bridgetown (Barbade)
26 janvier 2006	Déclaration préliminaire faite après la publication de la <i>Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire</i>

Les forces économiques mondiales et la nécessité d'un ajustement

*Discours prononcé par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce du Montréal
métropolitain et la Fédération des chambres de
commerce du Québec
Montréal (Québec)
le 21 juin 2006*

Depuis le début du millénaire, les changements survenus au sein de l'économie mondiale ont donné lieu à d'importantes transformations dans l'ensemble de l'économie canadienne et posent des défis de taille à beaucoup de secteurs et de régions. Puisque personne ne peut prévoir avec précision la tournure des événements à l'échelle du globe, la meilleure chose que nous puissions faire est de veiller à ce que notre économie soit aussi souple que possible. Je me propose aujourd'hui d'examiner brièvement comment l'économie canadienne s'est adaptée jusqu'ici et de parler de la contribution que peuvent apporter les politiques publiques — y compris la politique monétaire — pour favoriser la souplesse économique.

Je commencerai en dressant la liste des principaux changements qui se sont produits dans le monde depuis l'an 2000. Premièrement, il y a eu la montée en puissance de la Chine et de l'Inde. Deuxièmement, l'économie mondiale a connu un très vif essor. Troisièmement, nous avons traversé une période marquée par un degré exceptionnellement élevé de détente monétaire, que les banques centrales s'emploient actuellement à réduire. Parallèlement, il faut noter le déficit persistant et croissant de la balance courante des États-Unis, auquel font écho les excédents substantiels et grandissants enregistrés ailleurs à ce titre, notamment en Asie et dans de nombreux pays exportateurs de pétrole.

Ces changements ont eu des conséquences appréciables sur l'économie canadienne. La forte expansion observée

surtout en Chine, en Inde et aux États-Unis a fait monter en flèche le prix de bon nombre de matières premières produites par le Canada. L'émergence de la Chine et de l'Inde a aussi provoqué une concurrence intense pour beaucoup de fabricants, ainsi qu'une diminution du prix de divers biens de consommation durables et semi-durables. La hausse des prix d'un grand nombre de nos exportations, conjuguée à la baisse du coût des biens importés, s'est traduite par une amélioration de nos termes de l'échange. Elle a aussi entraîné une augmentation des revenus des Canadiens, surtout les producteurs de matières premières, notamment de métaux et de produits énergétiques. Dans ce contexte, notre dollar s'est rapidement apprécié.

Il est clair que nous devons tous nous adapter à ces changements et être prêts à profiter des possibilités que présente une économie mondiale vigoureuse.

S'ajuster est bien sûr plus facile à dire qu'à faire. Et il est important de reconnaître que les ajustements sont souvent très difficiles sur le plan personnel. Ceux des trois dernières années ont été des plus éprouvants, en raison de la rapidité et de l'ampleur des mouvements des prix relatifs. C'est là une arme à double tranchant. D'une part, certaines entreprises sont aux prises avec une demande en pleine expansion qu'elles n'ont pas été en mesure de suivre, à cause notamment d'une pénurie de main-d'œuvre qualifiée, d'équipements désuets et d'une infrastructure inadéquate. D'autre part, certaines firmes se sont efforcées d'accroître la valeur ajoutée des biens qu'elles produisent au Canada face à la baisse des prix et à la concurrence mondiale. Elles ont dû trouver des façons de déplacer quelques-unes de leurs activités à l'étranger. C'est surtout à ce

second type de difficulté qu'ont été confrontés les secteurs traditionnels comme ceux du vêtement, du textile et du papier journal. Dans certains cas, les propriétaires et les employés, qui ont investi des décennies de leur vie dans une entreprise ou une industrie donnée, se résignent à accepter les fermetures d'usines et les pertes d'emplois. Rien de tout cela n'est facile. Ces problèmes sont ressortis dans les médias et dans les données économiques officielles. Cependant, ces mêmes données font également état de hausses de la production dans certains secteurs. Citons, par exemple, le commerce de gros, les services financiers et les services aux entreprises, ou encore les industries de la fabrication telles que les produits pharmaceutiques et le matériel de transport.

Malgré tous les obstacles, des entreprises d'un bout à l'autre du pays font preuve d'inventivité devant la nécessité d'un ajustement.

Malgré tous les obstacles, des entreprises d'un bout à l'autre du pays font preuve d'inventivité devant la nécessité d'un ajustement. Nous suivons cet ajustement grâce aux communications régulières que nous entretenons avec des groupes d'entreprises, des fabricants et des exportateurs, ainsi qu'à l'aide des enquêtes de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises. Ces enquêtes, menées par le personnel des bureaux régionaux de la Banque, sont versées dans notre site Web et je vous invite à les consulter. Depuis 2003, année où le dollar canadien a commencé à s'apprécier, elles offrent un portrait encourageant de la situation, qui montre que les entreprises ont trouvé des façons d'innover et de s'adapter aux conditions changeantes.

Le rôle des politiques publiques

Mais quelle fonction les politiques publiques peuvent-elles remplir dans ce processus d'ajustement? Avant tout, les gouvernements ne devraient pas tenter de protéger les entreprises contre les forces mondiales ni interférer avec les signaux du marché. Quelles politiques alors peuvent soutenir un ajustement fondé sur le marché? Sur le plan macroéconomique, les politiques

monétaire et budgétaire peuvent faciliter l'ajustement en favorisant une croissance économique à long terme stable et durable. Je reviendrai sur la contribution de la politique monétaire dans un instant. Sur le plan microéconomique, je mentionnerai quelques domaines où les gouvernements peuvent agir.

Le premier est celui des infrastructures, qui comporte en réalité deux aspects, soit humain et physique. En ce qui concerne l'infrastructure humaine, l'État a un rôle vital à jouer dans la promotion de l'éducation et de la formation. En définitive, la force d'une économie est déterminée par les compétences de sa main-d'œuvre. De toute évidence, les gouvernements doivent faire en sorte que tout le monde puisse recevoir une bonne éducation de base. Et face aux pénuries de travailleurs qualifiés, les politiques publiques devraient favoriser la formation et le recyclage pour faciliter la mobilité vers les secteurs en expansion. Qui plus est, nous, en tant qu'employeurs, pouvons faire beaucoup pour donner à notre personnel la possibilité de se perfectionner et d'accroître ses compétences.

Pour ce qui est de l'infrastructure physique, les politiques gouvernementales peuvent appuyer l'investissement public et privé afin d'augmenter la productivité des entreprises. Par « infrastructure », j'entends non seulement les projets habituels comme la construction de routes, de ponts et de pipelines, mais aussi, selon l'expression convenue, l'« autoroute de l'information ». Des infrastructures fiables et modernes incitent les entreprises à investir avec une confiance accrue, ce qui leur permet de poursuivre leur adaptation. Comme je l'ai souligné dans d'autres discours, le recours à des capitaux privés n'est pas à exclure pour l'exécution de projets d'infrastructure publique. Or, c'est maintenant qu'il convient d'encourager ce type d'investissement étant donné le bas niveau des taux d'intérêt nominaux et l'appétit des investisseurs des grandes caisses de retraite pour ce genre de placements.

Le deuxième domaine où les gouvernements peuvent agir est celui de la formulation de politiques propres à favoriser la souplesse de l'économie. Les administrations publiques doivent veiller à ce que les règles et les réglementations ne viennent faire obstacle à cette souplesse. En ce qui concerne le marché du travail, il faut garder à l'esprit que soutenir les travailleurs ne signifie pas venir en aide à des usines ou à des industries incapables d'affronter la concurrence mondiale. Il s'agit plutôt de supprimer les barrières pour que les

travailleurs puissent procéder aux ajustements avec le moins de heurts possible. Les règles et les réglementations ne devraient pas empêcher les travailleurs de passer d'un secteur à l'autre, d'une province à l'autre ou même d'une région à l'autre à l'intérieur d'une même province. Trop souvent, la mobilité de la main-d'œuvre est entravée parce que les titres de compétences ne sont pas reconnus d'une province à l'autre. Tous ces obstacles à la mobilité de la main-d'œuvre sont nuisibles tant pour l'économie que pour les travailleurs. Dorénavant, les politiques doivent être axées sur des mesures visant à encourager et à appuyer la mobilité de la main-d'œuvre.

Il faut garder à l'esprit que soutenir les travailleurs ne signifie pas venir en aide à des usines ou à des industries incapables d'affronter la concurrence mondiale.

Troisièmement, nous devons nous doter de politiques qui permettent aux marchés financiers canadiens d'atteindre une efficacité optimale. Ces politiques donneront aussi aux entreprises une plus grande marge de manœuvre pour investir et se développer, et contribueront par conséquent au processus d'ajustement. Je le répète, nous avons besoin de politiques qui n'entravent pas l'efficacité de nos institutions et de nos marchés financiers et qui, en même temps, stimulent la concurrence. C'est un élément essentiel, autant parce que ces politiques sauront assurer aux entreprises un accès adéquat aux capitaux que parce que les services financiers forment un secteur à forte valeur ajoutée, dont le poids en termes d'emplois et de revenus est important, en particulier ici, à Montréal.

J'ai évoqué jusqu'à présent trois des considérations d'ordre microéconomique les plus importantes pour les pouvoirs publics, touchant les moyens de favoriser l'ajustement. Sur le plan macroéconomique, les autorités doivent poursuivre des politiques budgétaires viables, propres à assurer des budgets équilibrés, sinon légèrement excédentaires. Mais j'aimerais maintenant prendre quelques minutes pour vous parler de la politique monétaire et du rôle de la Banque du Canada.

La politique monétaire de la Banque vise à maintenir un climat d'inflation basse, stable et prévisible. Cet objectif peut contribuer de bien des façons au processus d'ajustement, car pareil climat diminue le risque d'une distorsion des signaux transmis par les prix qui peut entraîner des choix inappropriés en matière d'investissements. Un taux d'inflation bas et stable incite les entreprises à investir à long terme avec une confiance accrue. Mais il a aussi, et surtout, l'avantage de réduire la prime de risque qu'exigent les investisseurs. Bref, le maintien des taux d'intérêt nominaux à long terme à un niveau bas attire l'investissement, qui contribue au processus d'ajustement.

Nous contribuons au processus d'ajustement, car les ressources qui sont libérées par les secteurs sous pression peuvent être absorbées plus facilement par les secteurs en expansion.

En outre, la politique monétaire de la Banque du Canada a un rôle stabilisateur qui facilite l'ajustement. Je m'explique. Nous contenons l'inflation en cherchant à faire tourner l'économie à plein régime tout en veillant à ce que l'offre et la demande globales restent en équilibre. Ce faisant, nous contribuons au processus d'ajustement, car les ressources qui sont libérées par les secteurs sous pression peuvent être absorbées plus facilement par les secteurs en expansion. On voit ce processus à l'œuvre au Canada à l'heure actuelle.

Permettez-moi maintenant de décrire brièvement le rôle joué par le régime de changes flottants dans notre cadre de politique monétaire. Certains ont exhorté la Banque à atténuer les mouvements du dollar canadien, ou à freiner sa progression. Mais comme nous ne disposons que d'un seul instrument pour conduire la politique monétaire — notre influence sur les taux d'intérêt —, nous ne pouvons avoir qu'un seul objectif. Le Canada a choisi comme objectif un taux d'inflation bas parce que l'expérience montre clairement que la politique monétaire contribue le mieux au bien-être économique lorsque, précisément, elle garde l'inflation à un niveau bas. Nous *n'avons pas* de cible en ce qui concerne le taux de change du dollar canadien.

La politique monétaire contribue le mieux au bien-être économique lorsque, précisément, elle garde l'inflation à un niveau bas. Nous n'avons pas de cible en ce qui concerne le taux de change du dollar canadien.

Toutefois, cela ne veut pas dire que la Banque ne se soucie pas des répercussions des fluctuations du taux de change sur l'économie du pays. Bien au contraire : en matière de politique monétaire, le taux de change occupe une place importante dans nos délibérations. Les mouvements de change nous renseignent sur les facteurs économiques qui peuvent avoir une incidence directe sur la demande de biens et de services canadiens. Et les mouvements eux-mêmes ont leur effet propre sur la demande globale : ils modifient les prix relatifs et entraînent un déplacement de la demande entre les biens produits au Canada et ceux qu'on y importe. Le défi qui se pose pour la Banque est d'analyser ces variations, ainsi que d'autres données, et d'orienter la politique monétaire de telle sorte qu'elle contribue à maintenir la demande et l'offre en équilibre, et l'inflation à un niveau bas et stable.

L'un des buts de cette analyse est de différencier ce qui, dans telle ou telle variation du dollar canadien, tient à une évolution de la demande extérieure de nos biens et services, de ce qui est plutôt attribuable à d'autres facteurs, étrangers à la demande de biens et de services canadiens. Comprendre les causes de ces variations est capital, car les implications pour l'économie — et le choix de la mesure de politique monétaire à appliquer — en dépendent. Le plus souvent, les mouvements motivés par la demande changeante de nos biens et services ne nécessitent qu'une réaction modérée des autorités monétaires, voire aucune. Cela s'explique par le fait que l'incidence des mouvements de change sur la demande globale au Canada contrebalance l'effet direct de la variation initiale de la demande mondiale de nos biens et services. Et cette dynamique du taux de change aide à maintenir l'offre et la demande globales en équilibre.

Finalement, que dire de l'appréciation de notre dollar? Depuis 2003, le gros de la hausse du huard — mais

pas la totalité — paraît découler d'une amélioration de nos termes de l'échange et d'une augmentation de la demande de biens et de services canadiens. Une partie de l'appréciation est aussi due à la faiblesse généralisée du dollar américain liée aux déséquilibres des balances courantes à l'échelle mondiale. Mon collègue Tiff Macklem a traité de cette question assez longuement il y a deux semaines. Vous pouvez d'ailleurs consulter le texte de son discours dans notre site Web. La Banque a la tâche à la fois importante et très difficile de déterminer dans quelle mesure chacune de ces forces explique la variation de notre monnaie. Une tâche que la volatilité des marchés, comme celle que nous avons connue depuis notre dernière date d'annonce préétablie, le 24 mai, vient encore compliquer. Durant cette période, quelques indicateurs économiques canadiens ont aussi été rendus publics. Certains d'entre eux ont été plus favorables que prévu, d'autres moins. Mais tout bien considéré, la projection que nous avons énoncée en avril dans notre rapport sur la politique monétaire semble raisonnable. Nous nous attendons toujours à ce que l'économie progresse à peu près au même rythme que la production potentielle et que l'inflation avoisine 2 % en moyenne en 2007 et 2008, exclusion faite des effets temporaires qui pourraient se faire sentir sur l'inflation à la suite de la réduction imminente de la taxe sur les produits et services.

Comme nous l'avons dit à notre dernière date d'annonce préétablie, nous continuerons à suivre de près l'évolution économique et financière au pays et à l'étranger par rapport à ce qui a été prévu dans le *Rapport* d'avril. Toutefois, il importe de ne pas oublier qu'au moment de formuler la politique monétaire, la Banque tente toujours de dresser un portrait global de l'économie. Nous ne réagissons pas de façon intempestive à une information isolée. Nous réunissons plutôt tous les éléments qui nous permettront de dégager les tendances de l'économie. Et comme toujours, nous brosserons un tableau complet de l'économie d'ici notre prochaine date d'annonce, le 11 juillet, que nous présenterons dans la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire*, qui sera publiée deux jours plus tard.

Conclusion

Permettez-moi maintenant de conclure. De puissantes forces économiques à l'œuvre sur la scène internationale agissent sur l'économie canadienne, et elles pèseront encore dans l'avenir.

Il ne sera pas facile de s'adapter dans les mois et les années à venir. Malgré tout, je trouve encourageant de constater que la plupart des entreprises se sont montrées à la hauteur de la tâche.

Il importe donc de s'adapter. Ce n'est ni facile ni sans peine. Et cela ne sera pas plus aisé dans les mois et les années à venir. Malgré tout, je trouve encourageant de constater que la plupart des entreprises se sont montrées à la hauteur de la tâche. Je vous incite à persévérer dans vos efforts d'adaptation.

Quant à nous, nous sommes résolu à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. C'est de cette façon que nous pouvons le mieux aider l'économie et l'emploi à demeurer vigoureux.

Le cours flottant du dollar et l'arrimage de l'inflation : le rôle du taux de change dans le cadre de conduite de la politique monétaire du Canada

*Discours prononcé par Tiff Macklem
sous-gouverneur à la Banque du Canada
devant la Chambre de commerce de Lunenburg
Lunenburg (Nouvelle-Écosse)
le 8 juin 2006*

La première chose que je tiens à vous dire est... bon anniversaire! Et longue vie à votre collectivité. Deux cent cinquante-trois ans de dur labeur et de fierté communautaire ont fait de Lunenburg la jolie ville, riche en histoire, que l'on connaît aujourd'hui. C'est vraiment un plaisir pour moi d'être parmi vous à cette occasion.

Je suis heureux que la Chambre de commerce m'ait invité à parler du rôle que joue le taux de change dans le cadre de conduite de la politique monétaire du Canada. Le dollar canadien fait beaucoup les manchettes ces jours-ci, et j'aimerais donc replacer les mouvements du taux de change dans leur contexte. La Nouvelle-Écosse se prête bien à cet exercice. Engagés dans le commerce depuis plusieurs siècles, les Néo-Écossais ont derrière eux une longue expérience des échanges extérieurs et des monnaies. Depuis le début des années 1700, époque où les habitants de la province étaient reconnus pour avoir, et je cite, « un sens des affaires tel qu'il déconcertait même les Écossais »¹, jusqu'à aujourd'hui, avec les exportations d'énergie et de produits agroalimentaires, vous avez toujours été ouverts sur le monde, actifs dans le commerce et, forcément, intéressés par le cours des monnaies.

1. John C. Miller, *Origins of the American Revolution*, Stanford University Press, 1959, p. 12. [Traduction]

Pendant les 20 prochaines minutes, je compte vous expliquer le rôle joué par le régime de changes flexibles dans notre économie. Je vous entretiendrai d'abord du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque du Canada. Puis, je traiterai plus précisément du régime de change et de la façon dont la Banque tient compte des variations du cours de la monnaie dans ses décisions de politique monétaire. Je commenterai ensuite la montée récente du dollar canadien et, pour terminer, je parlerai des défis que pose l'appréciation rapide de notre monnaie. À la fin de mes propos, je vous inviterai à me faire part de vos commentaires et à me poser des questions.

Le cadre de conduite de la politique monétaire

La Banque du Canada a pour objectif ultime de favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens et des Canadiennes. Pour réaliser cet objectif, elle a besoin d'un cadre de mise en œuvre de la politique monétaire qui soit clair et efficace.

Les deux éléments clés de ce cadre sont un « point d'ancrage », c'est-à-dire une cible de maîtrise de l'inflation, et un régime de changes flottants. Comme vous vivez près de l'océan, vous savez mieux que moi qu'un bon arrimage est celui qui maintient le bateau bien en place, mais qui laisse du jeu au vent et à la marée. Il en va de même pour notre cadre de mise en œuvre de la politique monétaire. Nous avons besoin d'une cible d'inflation pour ancrer cette politique à un objectif clair. Il nous faut aussi un régime de changes flexibles, qui permet de transmettre des signaux de prix importants et d'absorber en partie les effets des fluctuations de l'économie mondiale. Ces deux éléments

fonctionnent de concert, voire se renforcent mutuellement, pour favoriser le bien-être économique de la nation. Permettez-moi de donner d'abord des précisions sur le « point d'ancrage », à savoir la cible de maîtrise de l'inflation.

Un bon arrimage est celui qui maintient le bateau bien en place, mais qui laisse du jeu au vent et à la marée. Il en va de même pour notre cadre de mise en œuvre de la politique monétaire. Nous avons besoin d'une cible d'inflation pour ancrer cette politique à un objectif clair. Il nous faut aussi un régime de changes flexibles, qui permet de transmettre des signaux de prix importants et d'absorber en partie les effets des fluctuations de l'économie mondiale.

Les expériences amères que nous avons vécues dans les années 1970 et au début des années 1980 nous ont appris que la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la prospérité des Canadiens est de garder l'inflation à un niveau bas et stable. En 1991, la Banque et le gouvernement du Canada ont officialisé leur engagement à l'égard d'un taux d'inflation bas en annonçant l'adoption d'une cible d'inflation explicite. Depuis 1995, cette cible est fixée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de maîtrise de l'inflation qui va de 1 à 3 %. Ce régime de poursuite de cibles d'inflation s'est avéré très efficace — de fait, c'est celui qui a connu le plus de succès dans l'histoire de la politique monétaire canadienne. L'inflation s'est située à un niveau bas et stable, et la production comme l'emploi ont affiché une croissance solide et une volatilité moindre.

Pour garder l'inflation à 2 %, la Banque s'emploie à maintenir un équilibre entre la demande et l'offre globales de biens et de services. Pareil équilibre permet à l'économie de tourner à plein régime, et à l'inflation de demeurer stable. Pour atteindre cet équilibre, la Banque majore les taux d'intérêt lorsque la demande

globale pousse l'économie au-delà du niveau soutenable de sa capacité de production et, de ce fait, exerce des pressions sur les prix et fait monter l'inflation au-dessus du taux visé. De manière symétrique, la Banque abaisse les taux d'intérêt quand les capacités inutilisées exercent des pressions à la baisse sur l'inflation, la faisant glisser sous la cible.

La maîtrise de l'inflation contribue à améliorer la tenue de l'économie de bien des façons, mais permettez-moi d'attirer votre attention sur deux d'entre elles. Premièrement, en contexte d'inflation basse et stable, les entreprises et les particuliers ont confiance dans la valeur de leur monnaie et sont alors mieux en mesure de décoder les signaux transmis par les prix, ce qui les aide à prendre des décisions économiques éclairées à long terme. Deuxièmement, si l'inflation est maîtrisée et que l'économie fonctionne près de sa pleine capacité, nous pouvons absorber les chocs plus efficacement. Les ressources peuvent être réaffectées plus aisément des secteurs où la demande est relativement faible vers ceux où elle est plutôt vigoureuse. Cela est particulièrement important durant les périodes où les prix relatifs — c'est-à-dire les prix de certains biens, comme les produits énergétiques, par rapport à ceux d'autres biens — enregistrent de grandes variations, comme c'est le cas actuellement.

La poursuite de cibles d'inflation aide à arrimer les attentes d'inflation, ce qui, en soi, contribue à garder l'inflation basse et l'économie relativement stable. Qui plus est, une cible explicite de maîtrise de l'inflation agit comme un point d'ancrage dans le processus décisionnel de la Banque du Canada.

Voyons maintenant l'autre élément clé du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire canadienne : le régime de changes flottants.

Commençons par une question toute simple : pourquoi laissons-nous le dollar flotter? La principale raison est qu'un régime de changes flexibles nous permet de mener une politique monétaire indépendante, adaptée à notre conjoncture propre. Nous ne pourrions pas répondre aux besoins particuliers de l'économie canadienne si notre politique monétaire avait pour objectif de maintenir un taux de change fixe. Ne disposant que d'un seul instrument pour conduire la politique monétaire, nous ne pouvons avoir qu'un objectif, et cet objectif est le taux d'inflation.

Mais une autre raison importante justifie le choix d'un taux de change flexible. Tout comme les amarres d'un bateau auxquelles on laisse un certain jeu pour absorber

les mouvements dus au vent et aux marées, le cours flottant du dollar aide l'économie à absorber les chocs — particulièrement les chocs externes — qui n'ont pas la même incidence sur notre économie que sur celle de nos grands partenaires commerciaux. Autrement dit, il nous aide à nous ajuster aux changements qui s'opèrent au sein de l'économie mondiale. Il est pratique de considérer le taux de change comme un *prix relatif*, c'est-à-dire un prix dont on peut tirer une bonne quantité de renseignements précieux. Les variations du taux de change envoient des signaux aux entreprises et aux consommateurs, signaux qui favorisent l'adaptation de l'économie aux conditions changeantes.

La Banque du Canada n'a pas de cible pour le dollar canadien, ce qui *ne signifie pas* pour autant que nous soyons indifférents au taux de change. Bien au contraire. Chaque fois que le cours du dollar connaît une variation importante, nous cherchons à en évaluer les répercussions sur la demande globale au Canada et, par le fait même, sur la conduite de la politique monétaire. Dans le cadre de cette analyse, nous nous employons à déterminer les facteurs qui sous-tendent tel ou tel mouvement. Permettez-moi de donner quelques précisions à ce sujet.

L'interprétation des mouvements de change

De nombreuses causes peuvent être à l'origine de la hausse ou de la baisse du dollar canadien. En principe, toutefois, nous pouvons classer les mouvements de taux de change en deux catégories. Les variations de change de la première catégorie reflètent une modification de la demande globale de biens et de services canadiens, alors que celles de la deuxième catégorie sont attribuables à d'autres facteurs. Le point essentiel à retenir ici est que les variations du taux de change n'ont pas les mêmes implications pour la politique monétaire selon qu'elles appartiennent à une catégorie ou à l'autre. En général, la politique monétaire n'a pas à réagir autant aux mouvements de la première catégorie qu'à ceux de la seconde. Mais, question de mettre du piquant dans la vie des banquiers centraux, des variations des *deux* catégories peuvent parfois survenir en même temps. Savoir les interpréter n'est pas une science, mais exige un bon jugement.

Au Canada, les mouvements de change de la première catégorie sont souvent liés à la tenue de l'économie mondiale, qui, elle-même, se reflète dans la demande

étrangère et les cours mondiaux des matières premières que nous produisons au pays. Lorsque la demande est vigoureuse à l'échelle du globe et que les prix mondiaux des produits de base grimpent, la valeur des exportations canadiennes augmente, ce qui tend à faire monter notre dollar. Cette appréciation exerce toutefois un effet modérateur sur la demande extérieure et intérieure de biens et de services canadiens. Si cet effet contrebalance la hausse initiale directe de la demande, aucune intervention n'est requise dans l'optique de la politique monétaire. La demande et l'offre globales demeurent en équilibre, et l'inflation reste au taux visé.

Question de mettre du piquant dans la vie des banquiers centraux, des variations des deux catégories peuvent parfois survenir en même temps. Savoir les interpréter n'est pas une science, mais exige un bon jugement.

Les mouvements de change de la deuxième catégorie, quant à eux, *ne sont pas* déclenchés par une modification de la demande globale de biens et de services canadiens. Cependant, comme on peut s'y attendre, la variation du taux de change *elle-même* influe sur cette demande, parce qu'elle rend les biens et les services canadiens plus concurrentiels, ou moins concurrentiels, par rapport à ceux produits ailleurs. Toutes choses égales par ailleurs, cette situation nécessite la prise de mesures de politique monétaire pour garder la demande et l'offre globales en équilibre, et l'inflation au niveau ciblé.

Les mouvements de la seconde catégorie sont plus difficiles à décrire, d'une part, parce qu'on les définit le mieux comme étant tout ce qui n'entre pas dans la première catégorie et, d'autre part, parce qu'on ne les distingue pas aussi clairement dans la pratique que dans la théorie.

Un exemple de mouvement de taux de change de la seconde catégorie est le « choc de portefeuille » qui peut survenir lorsque les investisseurs internationaux procèdent soudainement à une réévaluation des risques, souvent dans le sillage d'une crise économique quelque part dans le monde. En pareilles circonstances, il se

produit ce qu'on appelle une « ruée vers les titres de qualité ». Les investisseurs se départissent alors d'actifs libellés dans des monnaies plus risquées — généralement celles de pays lourdement endettés —, de sorte que ces devises peuvent subir une nette dépréciation. Dans la mesure où cette dépréciation reflète le pur effet de portefeuille qui est attribuable à la « contagion financière », et non à un repli de la demande des biens et services produits par le pays en question, nous sommes en présence d'une dépréciation de la deuxième catégorie. Le Canada était plus vulnérable à ce genre de mouvement de taux de change durant la première moitié des années 1990, période où le régime de cibles d'inflation était encore une réalité nouvelle au pays et où la dette publique s'accroissait à un rythme insoutenable.

Un autre exemple de force de la deuxième catégorie à s'être exercée sur le dollar canadien, et cette fois dans le sens contraire, est l'ajustement subi par le dollar américain par rapport à la plupart des autres grandes devises, du fait des préoccupations soulevées par le déficit courant des États-Unis. J'aimerais parler plus en détail de cette question, dans la perspective de l'appréciation que notre monnaie a connue dernièrement.

L'appréciation récente du dollar canadien

Depuis le début de 2003, le dollar canadien a augmenté d'environ 40 % par rapport à son pendant américain, et il s'est raffermi dans une moindre mesure vis-à-vis d'un panier de devises — celles de nos principaux partenaires commerciaux — sur la base d'une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux. Cette appréciation notable semble avoir résulté en grande partie de deux facteurs : la vive demande étrangère de produits canadiens, en particulier de produits de base, et la faiblesse généralisée du dollar américain. C'est donc dire que tant des forces de la première que de la deuxième catégorie ont été à l'œuvre.

L'économie mondiale a affiché une solide expansion au cours de cette période. La vigueur soutenue de l'économie américaine, conjuguée au formidable essor de l'activité en Chine et dans d'autres régions d'Asie, a alimenté la forte augmentation de la demande et des prix mondiaux du pétrole et du gaz, des métaux et d'autres produits de base dont le Canada est un exportateur. À maints égards, l'évolution à laquelle nous assistons depuis 2003 va dans le sens contraire

de la tendance observée à la suite de la crise asiatique, durant la seconde moitié des années 1990; la croissance mondiale s'était alors essouffée, les prix des produits de base avaient chuté et le dollar canadien était tombé à un creux d'environ 64 cents É.-U. D'ailleurs, depuis longtemps, les recherches menées par la Banque mettent en lumière l'existence d'une relation de même sens entre les cours des produits de base non énergétiques et la valeur du dollar canadien. Et les études plus récentes donnent à penser, compte tenu de la croissance élevée qu'enregistre depuis le début des années 1990 l'excédent commercial net du pays au titre des produits énergétiques, que les prix de l'énergie semblent aussi maintenant exercer une influence (dans le même sens également) sur la valeur de notre monnaie. Ainsi, sous l'impulsion de la forte majoration des cours des produits de base énergétiques et non énergétiques dont nous sommes témoins depuis 2003, le dollar canadien a connu une appréciation marquée de la première catégorie.

Mais ce n'est pas tout. Un autre facteur qui pousse notre monnaie à la hausse depuis 2003 est l'affaiblissement généralisé du dollar américain. Ce dernier a reculé face à de nombreuses autres devises, en raison des préoccupations liées à la taille considérable et sans cesse croissante du déficit courant des États-Unis. Cette situation ne pourra durer indéfiniment, et les investisseurs sont apparemment d'avis qu'une dépréciation du billet vert est nécessaire pour aider à corriger cet aspect des « déséquilibres mondiaux ». Ce réaligement multilatéral des monnaies semble aussi jouer un rôle dans l'appréciation du dollar canadien.

Dans la mesure où l'appréciation de la première catégorie vient faire contrepoids au choc positif sous-jacent qu'enregistre l'économie canadienne, une réaction de la politique monétaire est moins nécessaire. Par contre, l'appréciation de la deuxième catégorie crée une situation à laquelle les autorités monétaires voudraient réagir en abaissant leur taux directeur *en deçà du niveau où il se serait situé autrement*. Il ressort de notre évaluation que la montée du dollar amorcée en 2003 résulte *pour l'essentiel* de la forte demande mondiale et du renchérissement des produits de base à l'échelle internationale. En même temps, l'appréciation du dollar canadien est due en partie à la dépréciation multilatérale du dollar américain, et nous avons dû tenir compte de cette force de la seconde catégorie dans nos décisions de politique monétaire.

Ayant pesé tous les facteurs, la Banque du Canada a fait graduellement passer son taux directeur de 2 1/2 à 4 1/4 %, à mesure que les capacités excédentaires

de l'économie du pays étaient absorbées par la vive demande étrangère et intérieure de biens et de services canadiens. L'objectif de ces changements de taux était de continuer à faire tourner l'économie canadienne à son plein potentiel et de maintenir l'inflation près de la cible de 2 % à moyen terme. À titre de comparaison, le taux directeur est passé de 1 à 5 % aux États-Unis. Par conséquent, bien que les économies canadienne et américaine semblent toutes deux fonctionner presque à plein régime, les taux d'intérêt sont plus bas au Canada qu'aux États-Unis sur l'ensemble de la courbe des rendements. Et pour les échéances plus longues, les écarts négatifs des taux canadiens par rapport aux taux américains sont très prononcés en regard de leur moyenne historique.

Bien que les économies canadienne et américaine semblent toutes deux fonctionner presque à plein régime, les taux d'intérêt sont plus bas au Canada qu'aux États-Unis sur l'ensemble de la courbe des rendements. Et pour les échéances plus longues, les écarts négatifs des taux canadiens par rapport aux taux américains sont très prononcés en regard de leur moyenne historique.

Comme je l'ai dit plus tôt, interpréter les mouvements du taux de change est une tâche difficile, qui demande du jugement. L'exercice est encore plus ardu durant les périodes de volatilité du marché, comme celles auxquelles nous avons assisté ces dernières semaines.

Les défis posés par une appréciation rapide de la monnaie

Je dois ici préciser une chose : il ne fait aucun doute que beaucoup de personnes et d'entreprises ont du mal à s'ajuster aux mouvements du taux de change, spécialement lorsque les variations sont aussi rapides et prononcées qu'elles l'ont été ces trois dernières années. Si l'ascension des cours des produits de base profite à certaines firmes, d'autres doivent composer avec une élévation du coût de leurs intrants énergétiques

et non énergétiques ainsi qu'avec une concurrence inédite de la part de producteurs à bas prix de la Chine et d'ailleurs. Pour ces entreprises, la force du dollar canadien vient ajouter à la pression. Certains secteurs, particulièrement ceux de la fabrication, du tourisme, de la pêche et de l'exploitation forestière, doivent relever de très sérieux défis. Et certaines entreprises, notamment dans l'industrie manufacturière, sont en proie à de réelles difficultés et ont même dû supprimer des emplois. Nous sommes bien conscients de ces bouleversements et des tensions qui les accompagnent.

Cela dit, il est important de souligner que la situation varie beaucoup *au sein même* de chaque secteur de l'économie. Les producteurs de matières premières ne bénéficient pas tous des cours élevés de ces dernières : les secteurs de l'agriculture et des produits du papier, par exemple, connaissent des problèmes. À l'inverse, certains fabricants tirent bien leur épingle du jeu, notamment dans le secteur des machines et du matériel et dans celui de la transformation des matières premières.

La chose qui nous a frappés est la diligence avec laquelle les firmes ont réagi aux défis posés par l'appréciation rapide de la monnaie. Cela témoigne bien de leur force et de leur résilience, tout comme de la compétence et du ressort de leurs travailleurs.

La chose qui nous a frappés, aussi bien lors des visites auprès des entreprises que dans l'analyse des données, est la diligence avec laquelle les firmes ont réagi aux défis posés par l'appréciation rapide de la monnaie. Selon les résultats de la plus récente enquête réalisée par la Banque du Canada auprès des entreprises canadiennes, environ la moitié des répondants se sont dits défavorablement touchés par la montée du dollar, alors qu'approximativement le quart ont été favorablement touchés. Les entreprises désavantagées ont réagi en sous-traitant des opérations à forte intensité de main-d'œuvre, en se spécialisant dans des produits à plus grande valeur ajoutée, en mettant au point de nouveaux produits, en pénétrant de nouveaux marchés et en améliorant leur productivité.

Les entreprises de la Nouvelle-Écosse et du Canada tout entier cherchent des moyens de s'adapter et de prospérer en cette période riche en défis. Mais le fait même qu'elles soient en train de s'ajuster témoigne bien de leur force et de leur résilience, tout comme de la compétence et du ressort de leurs travailleurs. La Banque du Canada, pour sa part, appuiera comme toujours le processus d'ajustement en maintenant l'inflation à un niveau bas et stable et en gardant l'économie près de son plein potentiel. Cette contribution est essentielle, car elle permet aux secteurs en expansion d'absorber plus aisément les ressources libérées par les secteurs qui subissent des pressions. Et notre détermination à maîtriser l'inflation permet aux Canadiens de continuer d'avoir confiance dans la valeur de leur monnaie.

Conclusion

En conclusion, permettez-moi d'insister sur le rôle clé que joue le taux de change flexible dans le cadre de conduite de la politique monétaire du Canada. Une

monnaie flottante absorbe les chocs, transmet des signaux de prix et, dans le contexte d'une inflation basse et stable, facilite l'ajustement aux changements économiques.

Ce cadre, qui allie cible d'inflation et taux de change flexible, aide notre pays à naviguer sur les mers parfois houleuses de l'économie mondiale. Quelles que soient les circonstances, la Banque du Canada entend poursuivre ses efforts pour que l'inflation reste maîtrisée et que l'économie connaisse une expansion durable.

Pour les entreprises, un taux de change flottant est synonyme à la fois de défis et de possibilités. Je suis convaincu que les Néo-Écossais continueront de saisir les possibilités qui s'offriront et que, grâce à l'investissement, à l'innovation et à de bonnes stratégies de marketing, ils sauront se montrer à la hauteur des défis qui se présenteront.

Je me ferai maintenant un plaisir de répondre à vos questions et de réagir à vos commentaires.

Publications de la Banque du Canada

Pour plus de renseignements, y compris les tarifs d'abonnement, veuillez vous adresser à la Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9, ou composer le (613) 782-8248.

Rapport annuel. Paraît chaque année en mars*.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît deux fois par année*.

Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier et en juillet*.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre*.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre*.
(Voir les renseignements relatifs aux abonnements à la page 2.)

Discours et déclarations du gouverneur*

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada
Paraît chaque mois. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements à la page 2.)

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières. Paraît tous les vendredis*. (Envoi par la poste sur abonnement)

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : Note d'information*

Les conférences Thiessen*

Le dollar canadien : une perspective historique
James Powell (2^e édition, publiée en décembre 2005). Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

La transmission de la politique monétaire au Canada
(publié en 1996)*. Offert au prix de 20 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

Le bilinguisme à la Banque du Canada. Paraît chaque année*.

Catalogue des publications de la Banque du Canada*
Recueil de résumés succincts des articles et études publiés en 2005. Comprend aussi une liste des travaux publiés par les économistes de la Banque dans des revues externes et dans des actes de colloques tenus à l'extérieur.

Une évolution planifiée : L'histoire de l'Association canadienne des paiements de 1980 à 2002
James F. Dingle (publié en juin 2003)*

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

La Banque en bref (publié en mars 2004)*

Actes de colloques

Comportement des agents économiques et formulation des politiques en régime de stabilité des prix, octobre 1993

Le crédit, les écarts entre taux d'intérêt et le mécanisme de transmission de la politique monétaire, novembre 1994

Les marchés monétaires et les opérations de la banque centrale, novembre 1995

Les taux de change et la politique monétaire, octobre 1996

Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire, mai 1997*

La valeur informative des prix des actifs financiers, mai 1998*

La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission, novembre 1999*

La stabilité des prix et la cible à long terme de la politique monétaire, juin 2000*

Les taux de change flottants : une nouvelle analyse, novembre 2000*

Structure et dynamique des marchés financiers, novembre 2001*

Ces publications sont offertes au prix de 15 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

Rapports techniques et documents de travail

Les rapports techniques et les documents de travail sont publiés en règle générale dans la langue utilisée par les auteurs; ils sont cependant précédés d'un résumé bilingue. On peut obtenir gratuitement un exemplaire de ces publications en s'adressant à la Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada, K1A 0G9.

Les rapports techniques publiés à partir de 1982 et les documents de travail parus depuis 1994 peuvent être consultés dans le site Web de la Banque. Pour obtenir la liste des rapports techniques et des travaux de recherche publiés avant 1982, veuillez consulter le numéro d'avril 1988 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Rapports techniques*

2000

- 88 International Financial Crises and Flexible Exchange Rates: Some Policy Lessons from Canada (J. Murray, M. Zelmer et Z. Antia)

2001

- 89 Core Inflation (S. Hogan, M. Johnson et T. Laflèche)

2002

- 90 Dollarization in Canada: The Buck Stops There (J. Murray et J. Powell)
- 91 The Financial Services Sector: An Update on Recent Developments (C. Freedman et C. Goodlet)
- 92 The Performance and Robustness of Simple Monetary Policy Rules in Models of the Canadian Economy (D. Côte, J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant)

2003

- 93 Money in the Bank (of Canada) (D. Longworth)
- 94 A Comparison of Twelve Macroeconomic Models of the Canadian Economy (D. Côté, J. Kuszczak, J.-P. Lam, Y. Liu et P. St-Amant)
- 95 Essays on Financial Stability (J. Chant, A. Lai, M. Illing et F. Daniel)

2005

- 96 MUSE: The Bank of Canada's New Projection Model of the U.S. Economy (M.-A. Gosselin et R. Lalonde)

Documents de travail

2005

- 1 Self-Enforcing Labour Contracts and the Dynamics Puzzle (C. Calmès)
- 2 The Stochastic Discount Factor: Extending the Volatility Bound and a New Approach to Portfolio Selection with Higher-Order Moments (F. Chabi-Yo, R. Garcia et E. Renault)
- 3 Pre-Bid Run-Ups Ahead of Canadian Takeovers: How Big Is the Problem? (M.R. King et M. Padalko)
- 4 State-Dependent or Time-Dependent Pricing: Does It Matter for Recent U.S. Inflation? (P. J. Klenow et O. Kryvtsov)
- 5 Y a-t-il eu surinvestissement au Canada durant la seconde moitié des années 1990? (S. Martel)
- 6 Monetary Policy under Model and Data-Parameter Uncertainty (G. Cateau)
- 7 Determinants of Borrowing Limits on Credit Cards (S. Dey and G. Mumy)
- 8 Recent Developments in Self-Employment in Canada (N. Kamhi et D. Leung)
- 9 State Dependence in Fundamentals and Preferences Explains Risk-Aversion Puzzle (F. Chabi-Yo, R. Garcia et E. Renault)

- 10 Educations Spillovers: Does One Size Fit All? (R. Baumann et R. Solomon)
- 11 An Analysis of Closure Policy under Alternative Regulatory Structures (G. Caldwell)
- 12 Do Exchange Rates Affect the Capital-Labour Ratio? Panel Evidence from Canadian Manufacturing Industries (D. Leung et T. Yuen)
- 13 Efficiency and Economies of Scale of Large Canadian Banks (J. Allen et Y. Liu)
- 14 Labour Market Adjustments to Exchange Rate Fluctuations: Evidence from Canadian Manufacturing Industries (D. Leung et T. Yuen)
- 15 Learning-by-Doing or Habit Formation? (H. Bouakez et T. Kano)
- 16 Endogenous Central Bank Credibility in a Small Forward-Looking Model of the U.S. Economy (R. Lalonde)
- 17 Risk Perceptions and Attitudes (M. Misina)
- 18 Lines of Credit and Consumption Smoothing: The Choice between Credit Cards and Home Equity Lines of Credit (S. Dey)
- 19 Bank Failures and Bank Fundamentals: A Comparative Analysis of Latin America and East Asia during the Nineties Using Bank-Level Data (M. Arena)
- 20 La fonction de production et les données canadiennes (P. Perrier)
- 21 The Effectiveness of Official Foreign Exchange Intervention in a Small Open Economy: The Case of the Canadian Dollar (R. Fatum et M.R. King)
- 22 The Effects of the Exchange Rate on Investment: Evidence from Canadian Manufacturing Industries (T. Harchaoui, F. Tarkhani et T. Yuen)
- 23 Pocket Banks and Out-of-Pocket Losses: Links between Corruption and Contagion (R.H. Solomon)
- 24 A Search Model of Venture Capital, Entrepreneurship, and Unemployment (R. Boadway, O. Secrieru et M. Vigneault)
- 25 The Impact of Unanticipated Defaults in Canada's Large Value Transfer System (D. McVanel)
- 26 Uninsured Idiosyncratic Production Risk with Borrowing Constraints (F. Covas)
- 27 Inflation Dynamics and the New Keynesian Phillips Curve: An Identification-Robust Econometric Analysis (J.-M. Dufour, L. Khalaf et M. Kichian)
- 28 Inflation and Relative Price Dispersion in Canada: An Empirical Assessment (A. Binette et S. Martel)
- 29 Has Exchange Rate Pass-Through Really Declined in Canada? (H. Bouakez et N. Rebei)

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Documents de travail (suite)*

2005

- 30 Intertemporal Substitution in Macroeconomics: Evidence from a Two-Dimensional Labour Supply Model with Money (A. Dib et L. Phaneuf)
- 31 Forecasting Canadian GDP: Region-Specific versus Countrywide Information (F. Demers et D. Dupuis)
- 32 Degree of Internationalization and Performance: An Analysis of Canadian Banks (W. Hejazi et E. Santor)
- 33 Does Financial Structure Matter for the Information Content of Financial Indicators? (R. Djoudad, J. Selody et C. Wilkins)
34. The Exchange Rate and Canadian Inflation Targeting (C. Ragan)
- 35 Testing the Parametric Specification of the Diffusion Function in a Diffusion Process (F. Li)
- 36 The Canadian Macroeconomy and the Yield Curve: An Equilibrium-Based Approach (R. Garcia et R. Luger)
- 37 Quantity, Quality, and Relevance: Central Bank Research, 1990–2003 (P. St-Amant, Greg Tkacz, A. Guérard-Langlois et L. Morel)
- 38 An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia (M.-A. Gosselin and N. Parent)
- 39 Measurement Bias in the Canadian Consumer Price Index (J. Rossiter)
- 40 Subordinated Debt and Market Discipline in Canada (G. Caldwell)
- 41 Modelling and Forecasting Housing Investment: The Case of Canada (F. Demers)
- 42 Order Submission: The Choice between Limit and Market Orders (I. Lo et S.G. Sapp)
- 43 The 1975–78 Anti-Inflation Program in Retrospect (J. Sargent)
- 44 Forecasting Core Inflation in Canada: Should We Forecast the Aggregate or the Components? (F. Demers et A. De Champlain)
- 45 An Evaluation of MLE in a Model of the Nonlinear Continuous-Time Short-Term Interest Rate (I. Lo)

2006

- 1 The Institutional and Political Determinants of Fiscal Adjustment (R. Lavigne)
- 2 Structural Change in Covariance and Exchange Rate Pass-Through: The Case of Canada (L. Khalaf et M. Kichian)
- 3 Money and Credit Factors (P.D. Gilbert et E. Meijer)
4. Forecasting Canadian Time Series with the New Keynesian Model (A. Dib, M. Gammoudi et K. Moran)
- 5 Are Currency Crises Low-State Equilibria? An Empirical, Three-Interest-Rate Model (C. M. Cornell et R. H. Solomon)
- 6 Regime Shifts in the Indicator Properties of Narrow Money in Canada (T. Chan, R. Djoudad et J. Loi)
- 7 Ownership Concentration and Competition in Banking Markets (A. Lai et R. Solomon)
- 8 A Structural Error-Correction Model of Best Prices and Depths in the Foreign Exchange Limit Order Market (I. Lo et S.G. Sapp)
- 9 Monetary Policy in an Estimated DSGE Model with a Financial Accelerator (I. Christensen et A. Dib)
- 10 An Evaluation of Core Inflation Measures (J. Armour)
- 11 The Federal Reserve's Dual Mandate: A Time-Varying Index for the United States (R. Lalonde et N. Parent)
- 12 The Welfare Implications of Inflation versus Price-Level Targeting in a Two-Sector, Small Open Economy (E. Ortega et N. Rebei)
- 13 Guarding Against Large Policy Errors under Model Uncertainty (G. Cateau)
- 14 Forecasting Commodity Prices: GARCH, Jumps, and Mean Reversion (J.-T. Bernard, L. Khalaf, M. Kichian et S. McMahon)
- 15 LVTS, The Overnight Market, and Monetary Policy (N. Kamhi)
- 16 Benchmark Index of Risk Appetite (M. Misina)
- 17 Risk-Cost Frontier and Collateral Valuation in Securities Settlement Systems for Extreme Market Events (A. Garcia et R. Gençay)
- 18 Working Time over the 20th Century (A. Ueberfeldt)
- 19 Institutional Quality, Trade, and the Changing Distribution of World Income (B. Desroches et M. Francis)
- 20 Examining the Trade-Off between Settlement Delay and Intraday Liquidity in Canada's LVTS: A Simulation Approach (N. Arjani)

* Ces publications peuvent être consultées dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Documents de travail (suite)*
2006

- 21 The International Monetary Fund's Balance-Sheet and Credit Risk
(R. Felushko et E. Santor)
- 22 Launching the NEUQ: The New European Union Quarterly Model, A Small Model of the Euro Area and U.K. Economies
(A. Piretti et C. St-Arnaud)
- 23 Convergence in a Stochastic Dynamic Heckscher-Ohlin Model
(P. Chatterjee et M. Shukayev)
- 24 Are Average Growth Rate and Volatility Related?
(P. Chatterjee et M. Shukayev)

Tableaux synoptiques

A2 Principaux indicateurs financiers et économiques

Variations calculées sur la base de données désaisonnalisées : en %, sauf indication contraire

Année, trimestre ou mois	Monnaie et crédit									Production et emploi					
	Agréats monétaires					Crédits aux entreprises		Crédits aux ménages		PIB à prix courants	Volume du PIB (en millions de dollars enchaînés de 1997, données trimestrielles)	PIB par branche d'activité (en millions de dollars de 1997, données mensuelles)	Emploi (<i>Information population active</i>)	Taux de chômage	
	M1 brut	M1+	M1++	M2+	M2++	À court terme	Total	Crédit à la consommation	Crédit hypothécaire à l'habitation						
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)		
1993	9.4	5.1	-0.7	4.2	6.6	-6.3	0.7	2.3	7.6	3.8	2.3		0.5	11.4	
1994	13.2	8.4	1.4	1.9	6.8	1.6	4.7	7.9	6.4	6.0	4.8		2.1	10.4	
1995	6.6	0.8	-2.6	3.8	4.1	5.5	5.1	7.5	3.7	5.1	2.8		1.8	9.5	
1996	12.2	8.2	3.3	4.4	6.8	1.5	5.5	6.5	4.2	3.3	1.6		0.9	9.6	
1997	16.9	11.2	7.2	0.9	7.2	7.7	10.0	10.0	5.6	5.5	4.2		2.1	9.1	
1998	10.3	7.0	3.1	-1.1	5.5	11.5	11.5	10.1	4.9	3.7	4.1	3.8	2.5	8.3	
1999	7.6	6.0	4.3	3.6	5.3	2.4	6.3	7.1	4.3	7.4	5.5	5.6	2.6	7.6	
2000	14.7	10.6	8.8	5.9	7.0	6.5	7.3	12.6	4.8	9.6	5.2	5.5	2.5	6.8	
2001	12.1	10.3	9.6	6.6	7.6	-1.5	5.7	6.8	4.0	2.9	1.8	1.6	1.2	7.2	
2002	11.7	10.9	13.7	7.4	6.4	-6.0	3.9	6.5	7.4	4.0	2.9	3.2	2.4	7.7	
2003	7.9	5.0	6.3	4.7	3.4	-2.9	1.5	8.7	8.2	5.2	1.8	2.1	2.4	7.6	
2004	12.2	9.0	10.8	4.7	5.1	-0.6	4.0	9.9	9.8	6.4	3.3	3.1	1.8	7.2	
2005	10.2	7.2	7.8	4.7	5.5	7.4	6.3	12.2	10.1	6.2	2.9	3.1	1.4	6.8	
Taux annuels															
2002	II	4.8	5.2	8.3	3.7	4.4	-6.8	2.2	9.1	8.9	10.2	2.5	4.8	4.3	7.7
	III	11.6	8.4	8.2	6.4	4.8	-3.6	2.3	9.4	8.1	5.4	3.9	3.0	4.3	7.5
	IV	9.9	6.8	6.9	4.8	3.4	0.8	2.4	10.0	7.3	7.7	2.7	1.9	2.7	7.5
2003	I	1.3	0.4	2.3	4.1	1.4	-1.1	0.7	6.4	8.0	9.1	2.1	2.2	2.8	7.4
	II	5.9	2.3	3.7	5.0	3.5	-3.3	0.2	8.9	8.1	-3.8	-1.3	-0.1	0.2	7.7
	III	21.3	13.2	13.8	5.8	5.7	-6.3	1.6	10.4	9.0	6.5	1.7	2.0	1.2	7.8
	IV	5.8	5.1	8.0	1.3	3.0	-7.9	2.7	7.9	9.5	4.0	3.6	4.8	3.1	7.5
2004	I	17.6	11.1	12.8	4.6	5.0	-3.9	3.6	10.0	9.2	8.4	4.1	2.5	1.5	7.3
	II	16.0	13.9	16.4	7.5	7.5	9.6	6.6	10.8	10.9	10.1	4.4	4.0	2.6	7.2
	III	3.1	4.4	6.6	5.5	5.5	7.5	6.5	10.5	10.6	6.6	4.1	4.0	0.6	7.1
	IV	8.6	6.3	6.0	3.0	4.1	4.6	5.3	11.6	10.6	4.5	2.1	1.8	1.4	7.1
2005	I	14.1	10.2	9.9	5.7	5.6	7.5	7.2	13.2	9.3	4.0	2.2	2.9	0.9	7.0
	II	12.0	7.6	7.0	5.0	6.1	5.7	5.1	13.0	9.5	6.1	3.4	3.4	1.7	6.8
	III	5.7	0.5	3.1	1.7	4.5	10.7	6.9	12.3	10.6	10.4	3.2	3.8	1.5	6.8
	IV	12.8	10.3	11.0	5.9	7.5	11.3	7.0	11.9	11.2	8.3	2.6	2.5	2.4	6.5
2006	I	16.5	9.0	6.9	5.0	6.6	21.2	6.8	10.5	10.7	0.9	3.8	3.5	1.6	6.4
	II													3.1	6.2
Trois derniers mois		13.1	10.7	6.7	6.8	7.5	8.9	4.8	8.5	10.8			3.1	3.1	6.1
Taux mensuels															
2005	J	0.9	0.5	0.2	0.4	0.5	0.8	0.5	0.9	0.9			0.3	0.1	6.8
	J	0.2	-0.5	-	-0.4	-	1.3	0.6	1.0	0.8			0.3	0.2	6.8
	A	-0.1	-0.3	-	0.3	0.5	0.5	0.5	1.0	0.8			0.6	0.1	6.8
	S	1.6	1.4	1.3	0.9	0.9	1.1	0.7	1.2	0.9			-0.1	-	6.7
	O	1.1	1.1	1.2	0.5	0.6	0.8	0.5	0.7	0.9			0.2	0.4	6.6
	N	0.7	0.3	0.4	-	0.3	0.4	0.4	0.9	0.8			0.2	0.2	6.4
	D	1.4	1.0	1.0	0.9	1.0	2.2	0.8	1.0	0.9			0.4	-0.1	6.5
2006	J	0.7	0.1	-0.1	-0.2	0.1	2.2	0.6	1.0	0.8			0.2	0.2	6.6
	F	2.7	1.6	1.2	0.8	0.8	1.7	0.5	0.5	0.8			0.4	0.2	6.4
	M	0.6	0.8	0.5	0.7	0.7	-0.1	0.2	0.6	0.9			0.1	0.3	6.3
	A	0.6	0.8	0.7	0.4	0.5	-0.3	0.4	0.5	1.0			0.1	0.1	6.4
	M	0.3	0.5	-0.2			1.7	0.8					0.6	0.6	6.1
	J												-	-	6.1

A2 (Suite)

Taux d'utilisation des capacités Ensemble des industries manufacturières de biens non agricoles	Prix et coûts				Accords salariaux		Indice des prix des produits de base établi par la Banque du Canada (données non désaisonnalisées)		Moyenne des cours acheteur et vendeur des titres			Année, trimestre ou mois
	IPC	Indice de référence*	Indice en chaîne du PIB	Coûts unitaires de main-d'œuvre	Secteur public	Secteur privé	Total	Produits de base non énergétiques	Bons du Trésor à 3 mois	Obligations de référence à 10 ans du gouvernement canadien	Obligations à rendement réel à 30 ans du gouvernement canadien	
80.6	1.8	2.1	1.4		0.6	0.8	0.5	3.0	3.87	6.57	3.78	1993
83.0	0.2	1.8	1.1		-	1.2	3.3	7.5	7.14	9.07	4.92	1994
82.1	2.2	2.5	2.5		0.7	1.4	8.3	11.1	5.54	7.11	4.42	1995
82.0	1.6	1.7	1.6		0.5	1.8	3.8	-1.2	2.85	6.37	4.09	1996
83.6	1.6	1.9	1.2		1.1	1.9	-3.7	-4.3	3.99	5.61	4.14	1997
84.3	0.9	1.3	-0.5	1.0	1.6	1.7	-15.3	-12.6	4.66	4.89	4.11	1998
86.0	1.7	1.4	1.7		1.9	2.7	6.7	1.5	4.85	6.18	4.01	1999
87.1	1.7	1.4	1.7		1.9	2.7	18.4	3.5	5.49	5.35	3.42	2000
84.4	2.6	2.1	1.1	3.0	3.3	3.0	-5.2	-6.9	1.95	5.44	3.76	2001
84.8	2.2	2.3	1.1	1.0	2.9	2.6	-5.9	-6.6	2.63	4.88	3.33	2002
84.4	2.8	2.2	3.4	2.3	2.9	1.2	20.1	8.8	2.57	4.66	2.79	2003
85.8	1.9	1.5	3.0	1.8	1.4	2.2	20.5	21.4	2.47	4.39	2.11	2004
86.1	2.2	1.6	3.2	2.4	2.2	2.4	23.0	3.8	3.57	3.93	1.44	2005
85.2	4.3	3.5	7.8	-0.7	2.7	2.2	40.0	-1.8	2.70	5.37	3.42	2002 II
83.3	4.6	3.0	1.5	2.4	3.2	2.5	2.8	-1.5	2.83	4.92	3.25	2002 III
84.8	3.5	2.0	4.9	4.8	3.3	3.6	20.4	-4.0	2.63	4.88	3.33	2002 IV
85.5	5.2	3.6	6.7	1.9	2.9	2.4	82.0	14.1	3.14	5.13	3.08	2003 I
83.7	-1.9	-	-2.5	1.3	3.0	0.3	-17.4	14.8	3.07	4.37	2.99	2003 II
83.5	2.0	1.5	4.8	4.2	3.2	2.3	0.6	20.8	2.58	4.64	3.08	2003 III
84.9	1.8	2.5	0.4	-1.3	2.3	1.6	17.6	19.5	2.57	4.66	2.79	2003 IV
84.7	1.7	1.1	5.4	3.5	2.8	2.7	45.3	38.9	1.98	4.33	2.39	2004 I
85.6	3.4	1.7	5.4	2.0	-0.3	2.5	36.7	34.4	2.01	4.83	2.37	2004 II
86.6	1.0	1.5	2.5	0.2	1.8	1.0	5.4	1.5	2.45	4.58	2.32	2004 III
86.3	3.0	2.0	2.5	2.3	2.1	2.7	13.7	-15.7	2.47	4.39	2.11	2004 IV
86.3	1.0	1.6	1.7	3.0	2.6	2.3	16.3	25.6	2.56	4.39	2.08	2005 I
85.9	2.8	1.4	2.4	2.6	2.6	2.6	23.7	-1.2	2.48	3.81	1.87	2005 II
86.2	3.9	1.4	7.0	3.4	2.9	2.7	62.5	-10.2	2.86	3.94	1.64	2005 III
86.1	1.4	2.0	5.5	2.8	1.6	2.1	27.7	14.0	3.37	3.93	1.44	2005 IV
85.9	2.0	2.0	-2.6	1.6	2.2	2.5	-26.9	28.7	3.86	4.23	1.59	2006 I
							19.6	47.5	4.32	4.63	1.90	2006 II
	2.8	2.1	1.6	1.6			19.6	47.5	4.32	4.63	1.90	2005 J
	0.2	0.2	0.5	0.5			5.5	0.1	2.48	3.81	1.87	2005 J
	0.3	-	0.9	0.9			1.5	-2.1	2.59	3.91	1.93	2005 J
	0.4	0.2	-0.8	-0.8			8.6	-0.1	2.72	3.78	1.73	2005 A
	0.8	0.2	0.8	0.8			9.7	1.3	2.86	3.94	1.64	2005 S
	-0.3	0.2					1.1	0.2	3.06	4.16	1.70	2005 O
	-0.1	0.2					-9.3	1.7	3.31	4.06	1.65	2005 N
	0.2	0.2	0.1	0.1			8.8	3.3	3.37	3.93	1.44	2005 D
	0.5	0.2					-6.7	2.8	3.47	4.11	1.54	2006 J
	-0.2	0.2	0.1	0.1			-4.2	1.2	3.72	4.10	1.44	2006 F
	0.3	0.2	0.2	0.2			-1.1	-	3.86	4.23	1.59	2006 M
	0.5	-					6.7	6.5	4.03	4.52	1.79	2006 A
	0.5	-					1.2	6.4	4.18	4.45	1.83	2006 M
	0.2	0.4					-1.8	-3.3	4.32	4.63	1.90	2006 J

* Indice de référence selon la nouvelle définition annoncée le 18 mai 2001 : IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC

Année, trimestre ou mois	Excédent ou déficit (-) des administrations publiques sur la base des comptes nationaux (en pourcentage du PIB)		Balance des paiements (en pourcentage du PIB)		Cours moyen au comptant du dollar E.-U. en dollars canadiens à midi
	Gouvernement du Canada	Ensemble des administrations publiques	Solde de la balance commerciale	Solde de la balance courante	
	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
1993	-5.5	-8.7	1.8	-3.9	1.2898
1994	-4.6	-6.7	2.6	-2.3	1.3659
1995	-3.9	-2.8	4.4	-0.8	1.3726
1996	-2.0	0.2	5.1	0.5	1.3636
1997	0.7	0.2	2.9	-1.3	1.3844
1998	0.8	0.1	2.6	-1.2	1.4831
1999	0.9	1.6	4.3	0.3	1.4858
2000	1.9	2.9	6.2	2.7	1.4852
2001	1.1	0.7	6.4	2.3	1.5484
2002	0.8	-0.1	5.0	1.7	1.5704
2003	-	-0.4	4.6	1.2	1.4015
2004	0.4	0.5	5.1	2.1	1.3015
2005	0.1	1.4	4.7	2.3	1.2116
Taux annuels					
2002	0.8	-0.1	4.8	1.8	1.5549
III	0.8	-0.2	4.8	1.4	1.5628
IV	1.1	0.4	4.7	1.1	1.5698
2003	0.3	-0.1	5.2	1.1	1.5102
I	-1.0	-0.8	3.8	0.3	1.3984
II	0.2	-0.5	4.9	1.5	1.3799
III	0.4	-	4.7	1.7	1.3160
IV	0.1	-	5.3	2.3	1.3179
2004	0.1	0.3	5.9	2.6	1.3592
I	0.8	0.8	5.0	2.2	1.3072
II	0.9	1.0	4.1	1.5	1.2203
III	-1.4	0.9	3.9	1.4	1.2267
IV	0.5	1.2	4.1	1.7	1.2439
2005	0.2	1.4	5.1	2.3	1.2012
I	1.2	2.0	5.8	3.7	1.1733
II	1.2	1.4	4.9	3.0	1.1547
Trois derniers mois					
Taux mensuels					
2005					1.1213
J					1.2402
J					1.2227
A					1.2040
S					1.1776
O					1.1776
N					1.1811
D					1.1610
2006					1.1573
J					1.1489
F					1.1574
M					1.1438
A					1.1095
M					1.1138
J					1.1138

Notes relatives aux tableaux

Abréviations utilisées dans les tableaux

R Chiffres révisés

- Valeur nulle ou arrondie à zéro

Nota : Les espaces vides des colonnes signifient que les données ne sont pas disponibles ou ne s'appliquent pas. Une ligne horizontale dans le corps d'un tableau indique soit qu'il y a une rupture dans une série, soit que les données des périodes antérieures n'existent que sous une forme plus agrégée.

A1

- (1) En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001. De nouveau en mai 2001, celle-ci a été prolongée jusqu'à la fin de 2006.
- (2-3) Variation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (Tableau H8). L'indice de référence correspond à l'IPC hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC.
- (4-5) La *fourchette opérationnelle* est la fourchette de 50 points de base établie par la Banque du Canada pour l'évolution du taux moyen auquel les courtiers en valeurs mobilières financent au jour le jour leurs stocks de titres du marché monétaire.
- (6) *Taux du financement à un jour*. Il s'agit d'une estimation faite par la Banque du Canada. Cette mesure comprend le taux du financement à un jour obtenu par les principaux négociants du marché monétaire sous forme d'opérations générales de nantissement, notamment de pensions spéciales conclues avec la Banque du Canada. Avant 1996, toutes les opérations de pension étaient exclues des données, à l'exception de celles qui étaient négociées directement avec la Banque du Canada. Ces dernières sont prises en compte dans les calculs depuis 1995.
- (7) *L'indice des conditions monétaires (ICM)* est une somme pondérée des variations qu'enregistrent le taux du papier commercial à 90 jours et l'indice C-6 des cours du dollar canadien pondérés en fonction des échanges commerciaux (voir la note technique publiée dans la livraison de l'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126). L'ICM correspond à la somme des variations du taux d'intérêt et du tiers des variations du taux de change. La Banque ne s'efforce pas, à court terme, de maintenir l'ICM à un niveau précis. Voir la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire*, page 15.
- (8) *Taux du papier commercial à 90 jours*. Il s'agit d'une estimation, faite à la Banque du Canada, des taux effectivement pratiqués sur le marché par les principaux emprunteurs à la date indiquée.
- (9) L'indice C-6 est une moyenne pondérée des cours du dollar canadien par rapport aux grandes monnaies. (Voir la note technique publiée dans la livraison d'hiver 1998-1999 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 125 et 126.) Les poids attribués aux divers pays s'appuient sur le volume des échanges commerciaux du Canada avec chacun de ces pays au cours des années 1994, 1995 et 1996. L'année de base de l'indice est 1992 (c'est-à-dire que l'indice C-6 est égal à 100 en 1992). L'indice C-6 est plus large que l'indice auparavant utilisé, qui était fondé sur les monnaies des pays du Groupe des Dix, puisqu'il inclut tous les pays de l'Union économique et monétaire européenne.
- (10) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1 (*Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*)
- (11) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les crédit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données

A1 (suite)

- (12) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les autres titres de placement au détail et les montants cumulatifs nets versés dans les fonds crendement des ommuns de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)
- (13) L'écart de rendement entre les obligations classiques et à rendement réel est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, d'une émission d'obligations à long terme prédéterminée. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement de l'émission par une autre plus récente. Le rendement des obligations à rendement réel est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,00 % arrivant à échéance le 1^{er} décembre 2031. Avant le 24 septembre 2001, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2021.
- (14-15) IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. IPCP multiplie chacune des pondérations des composantes du panier de l'IPC par un facteur qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. Pour plus de renseignements, voir l'article intitulé « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel » et publié dans la livraison d'automne 1997 de la *Revue de la Banque du Canada*, pages 29-47.
- (16) Coûts unitaires de main-d'œuvre. Il s'agit du revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base).
- (17) IPPI : indice des prix des produits industriels. Cet indice englobe les prix des produits finis qui sont les plus couramment utilisés à des fins de consommation immédiate ou d'investissement.
- (18) Les chiffres relatifs aux gains horaires moyens des employés permanents sont tirés de la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active* (n° 71-001 au catalogue).

A2

La plupart des données du Tableau A2 sont tirées des séries publiées dans d'autres tableaux des *Statistiques bancaires et financières*. On trouvera ci-dessous, pour chaque colonne de données, une description détaillée et, le cas échéant, le numéro du tableau des *Statistiques bancaires et financières* d'où proviennent les chiffres.

- (1) M1 brut : monnaie hors banques, plus les comptes de chèques des particuliers, les comptes courants et les corrections apportées à M1 qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1
- (2) M1+ : M1 brut plus les dépôts à préavis transférables par chèque dans les banques, tous les dépôts transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions (desquels sont retranchés les dépôts de ces institutions), plus les corrections effectuées pour assurer la continuité des données
- (3) M1++ : M1+ plus les dépôts à préavis non transférables par chèque dans les banques et tous les dépôts non transférables par chèque dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire, les caisses populaires et les credit unions, moins les dépôts interbancaires à préavis non transférables par chèque, auxquels s'ajoutent les corrections effectuées pour assurer la continuité des données
- (4) M2+ : M2 plus les dépôts dans les sociétés de fiducie ou de prêt hypothécaire et dans les caisses d'épargne publiques, les dépôts et les parts sociales dans les caisses populaires et les credit unions, les rentes individuelles offertes par les compagnies d'assurance vie, les fonds communs crede placement du marché monétaire et les corrections apportées à M2+ qui sont décrites dans les notes relatives au Tableau E1
- (5) M2++ : M2+ plus les obligations d'épargne du Canada, les autres titres de placement au détail et les montants cumulatifs nets versés dans les fonds communs de placement autres que les fonds du marché monétaire en dollars canadiens (lesquels sont déjà comptabilisés dans M2+)
- (6) Crédits à court terme aux entreprises (Tableau E2)
- (7) Ensemble des crédits aux entreprises (Tableau E2)
- (8) Crédit à la consommation (Tableau E2)
- (9) Crédit hypothécaire à l'habitation (Tableau E2)
- (10) Produit intérieur brut à prix courants (Tableau H1)
- (11) Produit intérieur brut en dollars enchaînés de 1997 (Tableau H2)
- (12) Produit intérieur brut par branche d'activité (Tableau H4)
- (13) Personnes ayant un emploi, d'après l'Enquête sur la population active (militaires exclus) (Tableau H5)
- (14) Taux de chômage, en pourcentage de la population active (Tableau H5)
- (15-16) Les données relatives aux taux d'utilisation des capacités sont tirées de la publication trimestrielle de Statistique Canada intitulée *Taux d'utilisation de la capacité industrielle au Canada* (n° 31-003 au catalogue), qui fournit un aperçu de la méthodologie employée. Les industries productrices de biens non agricoles comprennent l'exploitation forestière, les mines, les carrières et les puits de pétrole, les industries manufacturières, la distribution de gaz et d'électricité et la construction.

A2 (suite)

- (17) Indice des prix à la consommation (Tableau H8)
- (18) Indice des prix à la consommation hors les huit composantes les plus volatiles, à savoir les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires de même que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes de l'IPC (Tableau H8)
- (19) Indice de prix en chaîne du produit intérieur brut (Tableau H3)
- (20) Revenu total du travail par unité produite (PIB réel aux prix de base)
- (21-22) Les données relatives aux accords salariaux sont publiées par Ressources humaines et Développement des compétences Canada. Elles représentent l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les nouvelles conventions collectives (assorties ou non de clauses de vie chère) et ne concernent que les unités de négociation comptant au moins 500 employés.
- (23-24) Indices des prix des produits de base de la Banque du Canada : indice global et indice hors énergie (Tableau H9)
- (25) Le rendement des *bons du Trésor* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur types observés le mercredi indiqué.
- (26-27) *Quelques rendements d'obligations types du gouvernement canadien*. Les taux indiqués sont calculés en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur, à la clôture, de certaines émissions d'obligations du gouvernement canadien dont les échéances correspondent à peu près à celles indiquées. Les variations des taux de rendement observées sur une période peuvent être partiellement imputables au remplacement d'une émission par une autre plus pertinente. Le rendement des *obligations à rendement réel* est calculé en fonction de la moyenne des cours acheteur et vendeur établie à la clôture le dernier mercredi du mois et se rapporte aux obligations à rendement réel 4,00 % arrivant à échéance le 1^{er} décembre 2031. Avant le 24 septembre 2001, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2026. Avant le 7 décembre 1995, l'émission de référence était l'émission 4,25 % échéant le 1^{er} décembre 2021.
- (28-29) Les données relatives à l'excédent ou au déficit budgétaire de l'État sont tirées des *Comptes nationaux des revenus et dépenses* (n^o 13-001 au catalogue), où elles figurent sous la rubrique « prêt net ».
- (30) Solde commercial établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)
- (31) Solde des transactions courantes établi sur la base de la balance des paiements (Tableau J1)
- (32) Moyenne des cours au comptant du dollar É.-U. en dollars canadiens à midi (Tableau I1)

