

La performance des banques centrales en régime de cibles d'inflation

Marc-André Gosselin, département des Relations internationales

- *Les régimes de cibles d'inflation ont 18 ans et sont aujourd'hui appliqués dans plus de 21 pays. On dispose donc de suffisamment de données pour en faire le bilan.*
- *Dans le présent article, nous analysons les résultats obtenus sur le front de l'inflation par les banques centrales qui se sont dotées de cibles d'inflation, en examinant un large éventail de facteurs susceptibles d'induire des écarts par rapport au taux d'inflation visé.*
- *Nous constatons qu'une partie des écarts relevés parmi les pays et dans le temps peut être imputée aux mouvements de change, aux déficits des finances publiques et aux différences de développement du secteur financier. Il ressort en outre que le niveau de l'inflation et de la production varie d'autant plus que le taux visé est élevé et que la fourchette de maîtrise de l'inflation est large.*
- *À l'encontre des résultats présentés dans la littérature, qui sont favorables à une plus grande transparence de la part des banques centrales, ceux de la présente étude donnent à penser qu'une transparence accrue ne permet pas nécessairement d'atteindre la cible d'inflation avec plus de précision. Fait intéressant, les banques centrales qui emploient des modèles économiques réussissent mieux à maintenir l'inflation près de la cible, et la production près des valeurs tendancielle.*

Depuis son introduction par la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande en 1990, le régime de cibles d'inflation est devenu un cadre de plus en plus utilisé pour la conduite de la politique monétaire. Ce régime a été adopté par la Banque du Canada en 1991, puis par la Banque d'Angleterre en 1992. Depuis, cinq autres pays industrialisés et treize économies émergentes ont emboîté le pas. On dispose donc de suffisamment de données pour dresser un bilan.

Les résultats en matière d'inflation peuvent, à court terme, dépendre de plusieurs facteurs autres que la politique monétaire, surtout au sein d'une petite économie ouverte comme celle du Canada. Cela dit, une banque centrale dotée d'une cible d'inflation devrait réussir, en moyenne, à maintenir l'inflation près du taux visé. Dans le présent article, nous analysons la performance des banques centrales à cet égard et examinons le rôle empirique des chocs macroéconomiques, de l'environnement financier et des caractéristiques du cadre de conduite de la politique monétaire en tant que déterminants de cette performance¹.

La plupart des économistes s'accordent pour dire que la transparence de la banque centrale (c.-à-d. la mesure dans laquelle de l'information est divulguée sur le processus de formulation de la politique monétaire) est un aspect important du cadre de conduite de la politique monétaire. Dans un document intitulé *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière* (1999), le Fonds monétaire international affirme que la politique monétaire est plus efficace lorsque les objectifs et les instruments utilisés

1. Cet article résume et met à jour le document de travail n° 2007-18 de la Banque du Canada, rédigé par Marc-André Gosselin et paru en anglais sous le titre *Central Bank Performance under Inflation Targeting*.

sont connus du public². Si l'efficacité de la politique monétaire s'accroît effectivement avec la transparence, on devrait s'attendre, toutes choses égales par ailleurs, à ce que les banques centrales plus transparentes arrivent à mieux maîtriser l'inflation. Pour vérifier cette hypothèse, nous avons cherché à déterminer si les banques plus transparentes s'écartaient moins de leur cible d'inflation.

*En théorie, on devrait s'attendre
à ce que les banques centrales
plus transparentes arrivent
à mieux maîtriser l'inflation.*

L'étude de données portant sur un groupe de 21 pays pourvus d'une cible d'inflation, et couvrant la période du premier trimestre de 1990 au deuxième trimestre de 2007, met en lumière des disparités notables entre les banques centrales quant au respect de leurs cibles respectives. Les mouvements de change, les déficits des finances publiques et les niveaux de développement différents du secteur financier peuvent expliquer une partie des écarts observés parmi les pays et dans le temps. Nous constatons également que l'inflation dévie d'autant plus du taux visé que la cible est élevée ou que la fourchette de maîtrise est large, et que les banques centrales qui emploient des modèles économiques pour guider leur politique monétaire réussissent mieux à maintenir l'inflation près de la cible et la production près des valeurs tendanciennes. Fait étonnant, l'analyse de régression révèle que les indicateurs de transparence sont corrélés positivement ou pas du tout avec les écarts de l'inflation par rapport à la cible et avec ceux de la production par rapport aux valeurs tendanciennes. Tous ces constats sont susceptibles d'avoir des applications pratiques. Par exemple, les banques centrales qui s'interrogent sur le choix d'un régime de cibles d'inflation gagneraient à mieux comprendre les déterminants des écarts par rapport au taux visé. En outre, les pays déjà dotés de cibles pourraient améliorer les caractéristiques de leur cadre de conduite de la politique monétaire en s'inspirant de l'expérience de banques centrales qui enregistrent de bons résultats en pareil régime.

2. Jenkins (2004) et Kennedy (2008) mettent aussi en relief l'importance de la transparence dans le processus de formulation de la politique monétaire.

L'expérience en matière de poursuite de cibles d'inflation

S'il existe une abondante littérature sur l'incidence économique des cibles d'inflation, très peu d'études ont porté sur la performance des banques centrales pourvues de telles cibles. Dans cette veine, Roger et Stone (2005) ont rassemblé des faits stylisés sur la poursuite de cibles d'inflation dans divers pays. En comparant les taux d'inflation observés aux taux visés, les auteurs ont constaté que l'écart absolu moyen (EAM) s'établit à environ 1,8 point de pourcentage dans l'ensemble, et que les écarts varient considérablement entre les groupes de pays considérés. La dispersion des résultats de part et d'autre des cibles est plus forte dans les économies de marché émergentes que dans les pays développés. En moyenne, l'inflation a eu tendance à dépasser la cible dans les pays qui ont connu une désinflation, alors qu'elle s'est généralement inscrite sous le taux visé dans ceux où la cible a été stable.

À l'instar de Roger et Stone, Albagli et Schmidt-Hebbel (2004) ont examiné des statistiques sur l'ampleur des écarts enregistrés par rapport aux cibles dans différents pays. Ils ont toutefois poussé l'analyse plus loin, en soumettant les écarts à une régression sur panel. Pour tenir compte des perturbations macroéconomiques, ils ont inclus dans leur spécification les écarts du taux de change par rapport à ses valeurs tendanciennes. D'après leurs conclusions, plus la cible est élevée et plus la fourchette de maîtrise de l'inflation est large, plus il y a de chances que le taux d'inflation s'écarte du niveau visé. Il ressort également de leur étude que les écarts observés sont corrélés négativement avec le degré d'indépendance de la banque centrale et avec la crédibilité de la politique monétaire (mesurée par approximation au moyen de divers indicateurs du risque pays).

Transparence des banques centrales : théorie, limites et faits observés

Les économistes soutiennent généralement qu'une information abondante est toujours préférable. En ce sens, une banque centrale qui communique plus explicitement ses objectifs, son évaluation de la situation économique et les effets escomptés de ses actions améliorera le bien-être, car elle permettra aux agents de mieux harmoniser leurs décisions avec celles des autorités monétaires, l'économie s'ajustant ensuite avec moins de heurts. Selon Woodford (2005), la

politique monétaire est plus efficace quand elle est prévisible, dans la mesure où, les marchés financiers étant mieux renseignés sur les actions et les intentions de la banque centrale, des modifications beaucoup moins substantielles du taux directeur seront nécessaires pour obtenir les résultats voulus si les taux anticipés évoluent de pair³. De même, Svensson (2005) remarque que si les banques centrales pratiquaient davantage de transparence à l'égard de leurs objectifs opérationnels (exprimés sous la forme d'une fonction de perte intertemporelle explicite) ainsi que dans leurs prévisions et leurs communications, elles amélioreraient la conduite de la politique monétaire. En principe, les banques centrales plus transparentes devraient donc afficher un meilleur bilan en matière d'inflation, toutes choses égales par ailleurs, étant donné qu'une transparence accrue réduit l'incertitude des agents vis-à-vis des décisions futures des autorités monétaires. À partir d'un petit modèle d'analyse, Demertzis et Hughes Hallett (2007) montrent que la variance de l'inflation augmente avec le manque de transparence que le public perçoit chez la banque centrale.

Une transparence accrue ne conduit cependant pas toujours à un bien-être plus élevé. Selon Morris et Shin (2002), lorsque le niveau d'une variable (p. ex., la production potentielle ou la valeur fondamentale des actifs) est très incertain et qu'il est peu probable que la banque centrale soit mieux informée que le secteur privé, la divulgation du niveau estimé de cette variable risque d'amener les acteurs des marchés financiers à ne pas tenir compte de leurs propres sources d'information et à agir plutôt en fonction de la valeur estimative annoncée (même si celle-ci est entachée de bruit), ce qui accentuera la volatilité. De la même manière, Geraats (2007) démontre, au moyen d'un modèle intégrant des degrés de transparence réelle et perçue qui peuvent différer, que les marchés financiers réagissent plus prudemment aux communications de la banque centrale s'ils perçoivent de l'opacité chez celle-ci, une attitude qui est de nature à atténuer la volatilité des attentes du secteur privé. Cukierman (2005) énumère des situations où un niveau de transparence intermédiaire serait probablement optimal. Par exemple, il pourrait être contre-productif pour une banque centrale de publier des indications précoces sur les difficultés potentielles de certains segments du système financier. La nouvelle pourrait provoquer une ruée

3. Les anticipations de la trajectoire complète du taux directeur par le secteur privé sont ce qui importe pour l'économie. Ces attentes se répercutent sur les taux d'intérêt à long terme et les prix des actifs, lesquels influencent à leur tour les décisions des agents du secteur privé.

vers les banques ou d'autres réactions imprévisibles qui forceraient la banque centrale à prendre des mesures plus expansionnistes qu'elle ne l'aurait fait si elle s'était temporairement abstenue de publier l'information. Il peut aussi être très important de préserver la confidentialité des discussions du comité de politique monétaire lorsque des désaccords existent parmi ses membres. Mishkin (2004) affirme que le dévoilement de la fonction objectif de la banque centrale est susceptible de compliquer le processus de communication et d'affaiblir l'appui donné à l'institution dans la poursuite de ses objectifs à long terme. Enfin, l'accroissement de la transparence est dans certains cas impossible. Comme Macklem (2005) le souligne, une règle dépendant entièrement de l'état de l'économie est d'une complexité telle qu'aucune banque centrale n'acceptera de la déterminer ou de la communiquer de sitôt⁴.

Si la plupart des travaux empiriques arrivent à la conclusion qu'une plus grande transparence est souhaitable, leur portée est limitée principalement par le fait que les leçons tirées de cas individuels sont difficilement généralisables.

Dans les études empiriques consacrées à la transparence des banques centrales, les chercheurs s'attachent souvent à déterminer l'incidence que peut avoir sur certaines variables économiques ou financières la modification d'un aspect précis des pratiques de communication d'une banque centrale. Parent, Munroe et Parker (2003), par exemple, constatent que l'instauration d'un calendrier de dates préétablies pour l'annonce des taux directeurs a rendu plus prévisibles les décisions de la Banque du Canada et permis aux marchés financiers de mieux comprendre la politique monétaire canadienne⁵. Chortareas, Stasavage et Sterne (2002) montrent que la publication de prévisions plus détaillées par la banque centrale fait diminuer le taux d'inflation moyen, selon des données transversales portant

4. Pour la banque centrale, cette règle définit la conduite optimale à suivre pour tous les scénarios d'évolution de l'économie.

5. Muller et Zelmer (1999) en viennent à des conclusions semblables à propos du lancement du *Rapport sur la politique monétaire* par la Banque du Canada en 1995.

sur 82 pays. Si la plupart des travaux empiriques arrivent à la conclusion qu'une plus grande transparence est souhaitable, leur portée est limitée principalement par le fait que les leçons tirées de cas individuels sont difficilement généralisables. Par ailleurs, il n'est pas aisé d'isoler l'effet d'un surcroît de transparence dans une série chronologique dans le cas où les pratiques de communication peuvent n'avoir connu qu'un seul changement significatif durant la période étudiée. Dincer et Eichengreen (2007) surmontent ces problèmes en élaborant des indices de transparence variables dans le temps pour la majorité des banques centrales du globe (voir l'encadré). La transparence, observent-ils, a une incidence généralement favorable, bien qu'assez faible, sur la variabilité de l'inflation et de la production.

Les résultats obtenus en régime de cibles d'inflation

Pour examiner la performance des banques centrales dotées d'une cible d'inflation, nous examinons les écarts entre le rythme d'accroissement des prix à la consommation (sur douze mois, en données trimestrielles) et le taux d'inflation visé. Bien que certaines

banques centrales privilégient une mesure de l'inflation fondamentale, nous utilisons pour notre part l'inflation mesurée par l'indice global des prix à la consommation (IPC), parce qu'elle est l'indicateur le mieux compris et le plus utilisé de l'évolution des prix et parce que c'est toujours en fonction d'elle que la variable cible officielle est définie. Cela dit, l'IPC global ne fait pas abstraction des effets que les modifications des impôts indirects peuvent avoir sur le taux d'inflation enregistré. C'est là une mise en garde importante, étant donné que les mouvements à court terme de l'inflation causés par les variations des impôts indirects ne sont pas des indicateurs de la réussite de la politique monétaire⁶. Les recherches précédentes présentent le même inconvénient. Dans le cas des

6. Les modifications des impôts indirects peuvent parfois influencer sensiblement sur la capacité de la banque centrale à atteindre sa cible (voir la *Revue de la Banque du Canada*, 1991). Nous avons tout de même utilisé les données de l'IPC global, car il est difficile de disposer de séries de prix corrigées des effets des modifications des impôts indirects dans les pays de notre échantillon. Néanmoins, nous avons pu obtenir des chiffres de l'IPC qui tiennent compte de l'entrée en vigueur de la taxe sur les biens et services en Australie et qui sont corrigés de l'effet des impôts indirects dans le cas du Canada. Dans l'hypothèse où les modifications des impôts indirects auraient eu des effets importants dans les autres pays de l'échantillon, l'Australie et le Canada pourraient se trouver favorisés par notre classement.

L'évaluation de la transparence des banques centrales

La transparence est un concept qualitatif pour lequel il existe peu de mesures précises. En règle générale, on l'évalue pour un nombre très restreint de banques centrales ou de façon ponctuelle, en se focalisant sur trois critères : la rapidité avec laquelle la banque centrale explique ses décisions de politique monétaire au public; la fréquence et la forme des analyses prospectives mises à la disposition du public; et la périodicité des bulletins, des discours et des études publiés.

À partir de ce type d'information, Eijffinger et Geraats (2006) ont conçu des indices complets qui distinguent cinq aspects de la transparence de la politique monétaire, à savoir les considérations politiques, les données économiques, les procédures, la politique comme telle et les opérations. Des neuf banques centrales représentées dans les indices, les plus transparentes sont celles de la Nouvelle-Zélande, de la Suède et du Royaume-Uni. La Banque du Canada arrive en quatrième position.

Dincer et Eichengreen (2007) ont étoffé les indices d'Eijffinger et Geraats en exploitant des données annuelles sur 100 banques centrales couvrant la période 1998-2005. Comme Eijffinger et Geraats, ils concluent que la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, la Banque de Suède et la Banque d'Angleterre ont été les

plus transparentes en 2005. La Banque du Canada se classe cinquième, tout juste derrière la banque centrale de la République tchèque. Les auteurs ont relevé par ailleurs que le mouvement vers plus de transparence a été généralisé, dans la mesure où aucune institution n'a cherché à réduire son degré de transparence au cours de la période considérée.

Si ces indicateurs parviennent à quantifier le degré d'ouverture des banques centrales sur la base de l'information fournie, ils ne permettent pas nécessairement d'évaluer le niveau de compréhension du public à l'égard des actions des autorités monétaires et des signaux qu'elles envoient. Or, la transparence n'est efficace que si elle peut-être appréciée par le public et intégrée dans ses décisions économiques. Cet aspect a incité Kia et Patron (2004) à calculer un indice de transparence fondé sur les données du marché. Alimenté par les taux quotidiens des fonds fédéraux et des bons du Trésor pour la période allant de 1982 à 2003, l'indice a l'avantage de refléter ce que les opérateurs comprennent des actions et des signaux de la Réserve fédérale. Ces chercheurs définissent cependant la transparence de manière beaucoup plus étroite, la liant exclusivement à l'évolution au jour le jour des anticipations associées aux taux directeurs.

banques centrales qui utilisent une fourchette de maîtrise de l'inflation, nous considérons le point médian de celle-ci comme étant l'objectif chiffré. Ce choix est tout à fait sensé, car en visant le point médian, l'institution maximise ses chances de garder l'inflation dans les limites qu'elle s'est fixées⁷.

Notre échantillon se compose de 21 pays qui poursuivent des cibles d'inflation : huit d'entre eux sont des économies industrialisées (Australie, Canada, Islande, Norvège, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suède et Suisse), et treize, des économies émergentes (Afrique du Sud, Brésil, Chili, Colombie, Corée du Sud, Hongrie, Israël, Mexique, Pérou, Philippines, Pologne, République tchèque et Thaïlande)⁸. Les données sur les cibles ou les fourchettes ainsi que les dates d'introduction des régimes proviennent de l'étude de Mishkin et Schmidt-Hebbel (2007). Dans la plupart des pays, ces données englobent à la fois une période où la cible d'inflation a été abaissée (désinflation) et une période caractérisée par une cible d'inflation stable. L'échantillon débute à différentes dates (selon les régimes) et se termine au deuxième trimestre de 2007⁹.

Les résultats en matière d'inflation du groupe des pays industrialisés sont plutôt bons : environ les deux tiers des taux observés s'écartent de moins de un point de pourcentage de la cible (Graphique 1). Il n'y a pas de biais dans l'ensemble, puisque les écarts sont positifs à 50,2 % et négatifs à 49,8 %. Les déviations de plus de deux points de pourcentage sont très rares. En moyenne, l'écart absolu moyen (EAM) est de l'ordre de un point de pourcentage (Tableau 1). La Suisse arrive en tête en ne s'écartant de sa cible que de 0,38 point de pourcentage en moyenne. Le Royaume-Uni fait très bonne figure, avec un EAM de 0,66 point de pourcentage. Le Canada se classe troisième avec un EAM de 0,80 point, ce qui signifie que, en moyenne, les déviations par rapport au taux visé sont restées à l'intérieur de la fourchette de un point de pourcentage située de part et d'autre

7. Dans la pratique, souligne Paulin (2006), les banques centrales minimisent l'importance du rôle joué par ces limites, qu'elles considèrent avant tout comme un outil de communication servant à clarifier leurs seuils de tolérance relativement à la variance de l'inflation. La Banque d'Angleterre fait exception : toutes les fois où elle manque sa cible par plus d'un point de pourcentage, son gouverneur doit expliquer au chancelier de l'Échiquier, dans une lettre ouverte, les raisons d'un tel écart et les mesures correctives proposées.

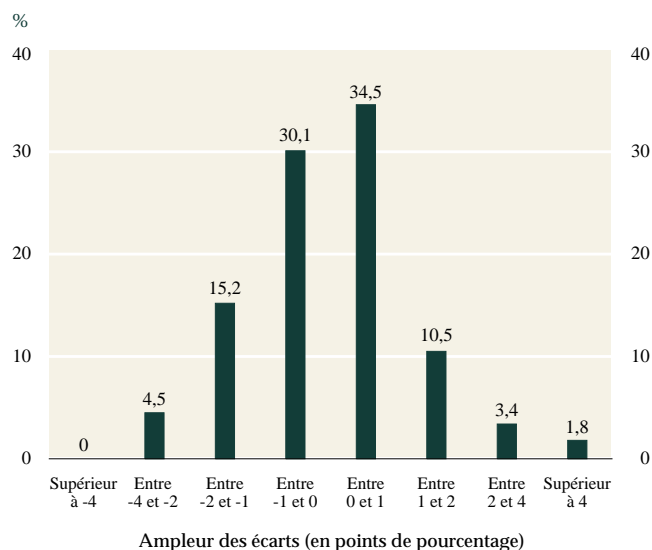
8. Nous n'avons pas classé les pays de la zone euro, car la Banque centrale européenne juge qu'elle ne poursuit pas de cible d'inflation. Albagli et Schmidt-Hebbel (2004), de même que Roger et Stone (2005), excluent aussi la zone euro de leurs échantillons. La Slovaquie, l'Indonésie, la Roumanie et la Turquie ont adopté des cibles d'inflation en 2005 et 2006.

9. Voir Gosselin (2007) pour connaître les paramètres détaillés des divers régimes de cibles d'inflation (dates d'adoption, périodes de désinflation, valeurs chiffrées, limites de la fourchette, etc.).

Graphique 1

Distribution des écarts de l'inflation par rapport à la cible

Économies industrialisées



de la cible. Dernière économie industrialisée à avoir adopté une cible d'inflation, l'Islande ferme la marche avec un EAM de 2,13 points de pourcentage. Aucun lien évident ne ressort entre ces résultats et le classement des banques centrales par degré de transparence (rang DE) établi par Dincer et Eichengreen (2007), ce qui tendrait à indiquer une faible corrélation entre la transparence et la performance en matière d'inflation.

Tout comme Roger et Stone (2005), nous constatons que, durant les périodes de désinflation, le taux d'inflation dépasse généralement le niveau visé par la banque centrale. Le Canada fait exception puisque l'inflation s'y est établie en moyenne à 1,06 point de pourcentage au-dessous de la cible retenue¹⁰. Ce résultat pourrait être attribuable à la détermination de la Banque du Canada de privilégier une politique monétaire restrictive au cours des premières années du régime de cibles.

Pendant les périodes où la cible est stable, le taux d'inflation a très peu tendance à s'écartier de façon systématique de celle-ci, en particulier en Australie, au Canada, en Suisse et au Royaume-Uni. En Norvège et en Suède, l'inflation observée s'est généralement située en deçà de la cible. L'Islande est le pays où l'inflation excède le plus souvent le taux visé. Si nous

10. Exclusion faite de l'effet de la réduction des taxes sur le tabac opérée en 1994.

Tableau 1

Performance des banques centrales des économies industrialisées en matière d'inflation

	Début du régime de cibles	EAM (p.p.)	Rang selon l'EAM	Rang DE	Écart moyen (période de désinflation)	Écart moyen (cible stable)	Persistance (en trimestres)	Écarts importants	Hors de la fourchette
Australie	1994T3	0,85	4	6		-0,05	5,97	7	29/52
Canada	1991T1	0,80	3	4	-1,06	-0,02	2,91	4	12/46
Islande	2001T1	2,13	8	8	2,59	1,66	2,89	10	-
Norvège	2001T1	1,03	6	7		-0,56	1,40	4	-
Nouvelle-Zélande	1990T1	0,99	5	1	0,93	0,42	3,02	7	15/38
Royaume-Uni	1992T1	0,66	2	3		0,02	2,78	0	-
Suède	1995T1	1,08	7	2		-0,85	3,95	5	24/50
Suisse	2000T1	0,38	1	5		-0,06	1,43	0	-
Moyenne	-	0,99	-	-	0,82	0,07	3,04	4,63	43 %

Sources : Calculs de l'auteur et Dincer et Eichengreen (DE) (2007)

Nota : EAM : écart absolu moyen (en points de pourcentage) du taux d'inflation observé par rapport à la cible. Rang DE : classement fondé sur le degré de transparence, en 2005, des banques centrales des pays industrialisés dotées d'une cible. Écart moyen : moyenne des écarts de l'inflation par rapport à la cible. Persistance : demi-vie d'un écart d'un point de pourcentage (calculée à l'aide de coefficients autorégressifs). Écarts importants : écarts absolus supérieurs à deux points de pourcentage. Hors de la fourchette : nombre de fois que l'inflation est sortie de la fourchette durant la période de stabilité de la cible.

faisons abstraction de l'Islande, l'écart moyen passe de 0,82 à -0,07 point de pourcentage durant les périodes de désinflation et de 0,07 à -0,16 point de pourcentage au cours des périodes de stabilité de la cible.

La persistance des écarts de l'inflation, qui est mesurée par la demi-vie d'un écart d'un point de pourcentage par rapport à la cible, cadre avec les profils de réaction habituellement obtenus en estimant un modèle vectoriel autorégressif. Les écarts les moins persistants sont enregistrés en Norvège et en Suisse (demi-vie de 1,4 trimestre), et les écarts les plus persistants, en Suède et en Australie (demi-vie de 4 et de 6 trimestres respectivement). En Suisse et au Royaume-Uni, l'inflation n'a jamais dévié de plus de deux points de pourcentage de la cible. Les écarts supérieurs à deux points de pourcentage sont plus fréquents en Australie, en Nouvelle-Zélande et en Islande, du fait peut-être de la plus grande vulnérabilité de ces pays aux variations des prix des produits de base. Si le Canada a pu être touché par de tels chocs, il reste qu'il n'a connu des écarts de cette ampleur qu'à quatre reprises. Dans les pays où une fourchette cible est définie, nous indiquons aussi le nombre de fois où l'inflation sort de la fourchette durant les périodes de stabilité de la cible. Selon ce critère, le Canada affiche la meilleure tenue de tous les pays industrialisés, son taux d'inflation s'étant établi en dehors de la fourchette cible durant seulement 12 des 46 trimestres. L'Australie tire moins bien son épingle du jeu; dans ce pays, le taux d'augmentation

des prix en glissement annuel s'est situé à l'extérieur de la fourchette plus de la moitié du temps¹¹.

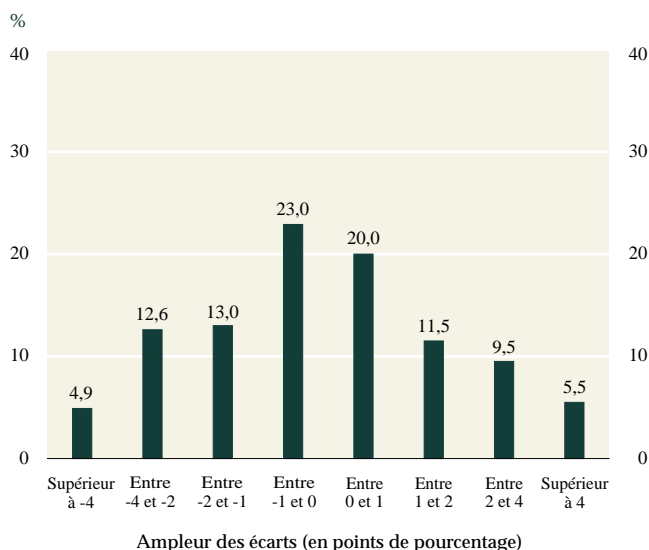
Dans les pays à marché émergent ayant adopté une cible d'inflation, les résultats obtenus sont un peu moins bons, et leur dispersion est beaucoup plus grande (Graphique 2 et Tableau 2). Dans ce groupe, seulement 43 % des écarts de part et d'autre de la cible sont inférieurs à un point de pourcentage, et environ 33 % dépassent deux points. La moyenne des EAM excède de 0,86 point celle des économies industrialisées. Le Brésil, Israël et l'Afrique du Sud se trouvent dans le peloton de queue, tandis que les EAM du Chili, de la Corée du Sud et de la Thaïlande sont comparables à ceux des pays industrialisés. Les périodes de désinflation sont bien plus communes dans les économies émergentes. Dans l'ensemble, les taux d'inflation ont tendance à se situer un peu en deçà de la cible poursuivie, mais la moyenne est tirée vers le bas par le très large écart négatif enregistré en Corée du Sud. Les différences entre pays sont considérables : en moyenne, le Brésil et la Hongrie excèdent tous deux leur cible de 1,9 point de pourcentage, alors que la Colombie et la Corée du Sud connaissent une inflation inférieure de 1,5 et de 3,0 points de pourcentage, respectivement, au

11. Toutefois, les limites de la fourchette retenue en Australie sont plus rapprochées (2 et 3 %). Si on postule une fourchette conforme à celle des autres pays industrialisés, la fréquence de non-respect de la fourchette passe de 29 à 16 (sur 52 trimestres).

Graphique 2

Distribution des écarts de l'inflation par rapport à la cible

Économies de marché émergentes



taux visé. L'écart moyen est plus faible durant les périodes de stabilité de la cible. La persistance des écarts est plus grande dans les pays à marché émergent, la demi-vie moyenne s'y établissant à 3,83 trimestres, contre 3,04 trimestres pour les pays industrialisés. La

persistance est particulièrement forte aux Philippines et faible au Pérou. Les écarts supérieurs à deux points de pourcentage sont fréquents, surtout au Brésil, en Israël et en Pologne. Bien que la fourchette cible soit en général plus large dans les économies émergentes, il arrive plus souvent, en moyenne, qu'elle ne soit pas respectée.

De tous les pays industrialisés pourvus d'une cible d'inflation, la Suisse et le Royaume-Uni ont obtenu les meilleurs résultats.

À la lumière des données présentées ci-dessus, il semble que, de tous les pays pourvus d'une cible d'inflation, ce sont la Suisse et le Royaume-Uni qui ont obtenu les meilleurs résultats. Dans le groupe des pays à marché émergent, le Chili et la Thaïlande affichent le meilleur bilan. L'ampleur, la persistance et la fréquence des écarts de l'inflation par rapport à la cible visée varient beaucoup d'un pays à l'autre, en raison peut-être de la diversité des chocs économiques exogènes, des institutions et des cadres de conduite de

Tableau 2

Performance des banques centrales des économies de marché émergentes en matière d'inflation

	Début du régime de cibles	EAM (p.p.)	Rang selon l'EAM	Rang DE	Écart moyen (période de désinflation)	Écart moyen (cible stable)	Persistance (en trimestres)	Écarts importants	Hors de la fourchette
Afrique du Sud	2001T1	2,31	12	4		0,61	4,18	10	12/26
Brésil	1999T1	3,00	13	4	1,92		4,15	17	-
Chili	1991T1	1,02	1	7	0,66	-0,27	2,05	8	6/26
Colombie	1999T1	1,75	6	8	-1,53		4,59	14	-
Corée du Sud	1998T1	1,16	2	5	-3,00	-0,03	3,99	6	15/30
Hongrie	2001T1	2,08	9	3	1,90		3,40	11	-
Israël	1992T1	2,26	11	5	-1,14	-1,25	2,29	33	14/18
Mexique	1999T1	1,56	4	9	0,15	1,20	2,70	5	11/18
Pérou	1994T1	1,57	5	6	0,63	-0,67	1,16	13	10/22
Philippines	2001T1	1,92	7	2	0,27		10,14	13	-
Pologne	1998T1	2,22	10	6	-1,13	-0,45	4,20	17	10/14
République tchèque	1998T1	2,01	8	1	-0,95		2,34	14	-
Thaïlande	2000T1	1,21	3	6		0,74	4,68	4	6/30
Moyenne	-	1,85	-	-	-0,20	-0,02	3,83	12,7	46 %

Sources : Calculs de l'auteur et Dincer et Eichengreen (DE) (2007)

Nota : EAM : écart absolu moyen (en points de pourcentage) du taux d'inflation observé par rapport à la cible. Rang DE : classement fondé sur le degré de transparence, en 2005, des banques centrales des économies de marché émergentes dotées d'une cible. Écart moyen : moyenne des écarts de l'inflation par rapport à la cible. Persistance : demi-vie d'un écart d'un point de pourcentage (calculée à l'aide de coefficients autorégressifs). Écarts importants : écarts absolus supérieurs à deux points de pourcentage. Hors de la fourchette : nombre de fois que l'inflation est sortie de la fourchette durant la période de stabilité de la cible.

la politique monétaire qui caractérisent ces économies. Dans la suite de l'article, nous allons chercher à quantifier l'apport de chacun de ces facteurs.

Les déterminants empiriques des écarts par rapport à la cible d'inflation

Dans le prolongement des travaux d'Albagli et Schmidt-Hebbel (2004), nous examinons un ensemble plus étendu de facteurs susceptibles d'expliquer les résultats obtenus par les banques centrales qui ont adopté une cible d'inflation. Nous essayons en particulier de tenir compte du degré de transparence des autorités monétaires et des autres variables institutionnelles qui leur sont propres, en vue de mieux cerner les causes de la réussite d'une banque centrale pourvue d'une telle cible. Comme le système financier est un rouage clé du mécanisme de transmission de la politique monétaire, nous allons également prendre en considération l'environnement financier. Krause et Rioja (2006) concluent qu'un système financier bien développé contribue à accroître l'efficacité de la politique monétaire. Nous devrions par conséquent nous attendre à ce que la précision avec laquelle les banques centrales atteignent leur cible d'inflation augmente avec le degré de sophistication des marchés financiers.

À l'instar d'Albagli et Schmidt-Hebbel, nous mesurons la performance d'une banque centrale en régime de cibles d'inflation à l'aide de la valeur absolue de la différence entre la hausse des prix à la consommation et le taux visé ou la valeur centrale de la fourchette de maîtrise de l'inflation. Nous étendons toutefois cette définition en considérant également des modèles où cette performance est mesurée par une moyenne pondérée de la valeur absolue des écarts de l'inflation par rapport à la cible et de la valeur absolue de la production observée au potentiel (c.-à-d. la fonction de perte de la banque centrale). Il s'agit là d'une démarche raisonnable, car les autorités monétaires visent d'ordinaire non seulement la stabilité de l'inflation autour de la cible, mais aussi celle de l'économie réelle. Lorsqu'un choc d'offre fait varier la production et l'inflation en sens opposés, par exemple, certaines banques centrales pourront préférer une modification ponctuelle du niveau des prix à une fluctuation de la production.

Au moyen de l'échantillon décrit précédemment, nous effectuons une régression des écarts absolus de l'inflation (ou de la fonction de perte de la banque centrale) sur les caractéristiques du cadre de la politique moné-

taire et sur les variables de contrôle qui représentent l'environnement macroéconomique et financier. L'ensemble des variables macroéconomiques comprend les valeurs passées de l'écart absolu de la production, du taux de change et du prix relatif du pétrole par rapport à leurs valeurs tendanciennes respectives, comme dans Albagli et Schmidt-Hebbel. Outre diverses mesures du risque pays, nous faisons appel aux valeurs passées du ratio du déficit des finances publiques au produit intérieur brut (PIB) pour rendre compte de la relation de dépendance entre une désinflation réussie et la réforme de la fiscalité, surtout dans les économies de marché émergentes¹². Les variables relatives à l'environnement financier peuvent être subdivisées en deux groupes : celles qui mesurent le niveau de développement des marchés financiers (indice de sophistication; capitalisation ou activité boursière rapportée au PIB) et celles qui reflètent la santé du secteur bancaire (p. ex., indices de solidité ou de vitalité financière des banques ou part de marché des banques étatiques).

Les caractéristiques du cadre de la politique monétaire peuvent pour leur part être groupées en trois catégories : paramètres du régime de cibles, transparence et autres variables explicatives possibles. La première catégorie inclut le taux d'inflation visé, l'amplitude de la fourchette cible et l'horizon de référence (c.-à-d. la période au cours de laquelle on s'attend à ce que l'inflation revienne au niveau visé). Au lieu de construire des mesures de la transparence des banques centrales du type de celles décrites dans l'encadré (p. 20), nous utilisons les indices de Dincer et Eichengreen (2007)¹³. Nous mettons aussi à l'essai, séparément, diverses autres mesures du degré d'ouverture des institutions monétaires dans leurs communications avec le public, telles que le nombre de rapports sur l'inflation publiés par an, l'établissement de prévisions quantitatives et la divulgation des procès-verbaux ou des relevés des votes pris aux réunions du comité chargé de la conduite de la politique monétaire. Ces mesures devraient varier suffisamment dans le temps et d'un pays à l'autre pour permettre de discerner les effets de la

12. Comme l'inflation dans les économies plus petites et plus ouvertes est vraisemblablement davantage influencée par l'évolution économique dans le reste du monde, nous faisons aussi intervenir le degré d'ouverture au commerce international et la taille du pays parmi les variables explicatives des écarts de l'inflation par rapport à la cible. Nous utilisons les valeurs passées des variables macroéconomiques afin d'éviter des problèmes de simultanéité.

13. Nous n'avons pas mis à l'essai la mesure de Kia et Patron (2004) ni celle d'Eijffinger et Geraats (2006). Comme la première repose sur des données journalières, elle est quasi impossible à établir pour un grand nombre de pays. Quant à la seconde, elle ne concerne que neuf pays industrialisés et est invariable dans le temps.

transparence¹⁴. Enfin, bien qu'elles ne soient pas directement liées au concept de transparence, le rôle des variables suivantes est examiné : fréquence des réunions officielles du comité de politique monétaire et taille de ce dernier, emploi de modèles économiques comptant plus de dix équations pour guider la conduite de la politique monétaire et degré d'indépendance de la banque centrale¹⁵.

Nous estimons d'abord le modèle sur données transversales et sur données de panel, puis faisons intervenir des effets fixes et des variables instrumentales dans les régressions. Quant à la fonction de perte de la banque centrale, la variable dépendante y est définie de trois manières différentes. Les résultats des estimations sont présentés dans Gosselin (2007)¹⁶. Le Tableau 3 récapitule et actualise les principales conclusions empiriques de l'étude.

Dans le cas des variables de contrôle macroéconomiques, on observe que les écarts de l'inflation par rapport à la cible augmentent avec la variabilité du taux de change et l'importance du déficit public. La variable de taux de change s'avère statistiquement significative, comme le laissait prévoir le fait que la plupart des pays de l'échantillon sont de petites économies ouvertes. L'écart de production n'est pour sa part pas significatif, ce qui est conforme aux indications voulant que la courbe de Phillips se soit aplatie durant les années 1990. Par contre, le caractère non significatif du prix du pétrole étonne, surtout quand on songe que la

14. Par exemple, les indices de transparence de Dincer et Eichengreen (2007) prennent les valeurs de 6, 7, 7,5, 8, 9 et 9,5 dans le cas de la Suisse et de 4, 4,5 et 5,5 dans celui du Mexique.

15. Certaines des caractéristiques du cadre de politique monétaire affichent des variations dans le temps, ce qui nous permet de les prendre en compte concurremment avec les effets fixes de pays. Par exemple, le nombre de rapports sur la politique monétaire publiés par la Banque du Canada passe de deux à quatre par année en 2000. De même, la variable muette relative à la publication des procès-verbaux ou des relevés des votes pris aux réunions du comité de politique monétaire est égale à un à partir du moment où, le cas échéant, cette situation s'applique à une banque centrale. Gosselin (2007) fournit la définition et la source exactes de toutes les variables explicatives qui ont été considérées comme des déterminants potentiels des écarts de l'inflation par rapport à la cible ou de la fonction de perte de la banque centrale; il présente aussi une série de statistiques descriptives sur les variables servant à représenter le cadre de politique monétaire.

16. Si plusieurs des spécifications retenues tiennent compte d'effets fixes de pays, un certain nombre d'effets de ce type susceptibles d'être importants sont omis, en particulier : le poids de l'énergie dans le panier de l'IPC multiplié par l'élasticité des prix intérieurs de l'énergie par rapport au cours mondial du pétrole (laquelle peut-être fonction du niveau d'imposition et de réglementation); le pourcentage des travailleurs dont le salaire est indexé explicitement sur l'IPC; et la pondération accordée dans cet indice aux prix réglementés qui sont révisés plus d'une fois l'an.

Tableau 3

Déterminants de la performance de la banque centrale et corrélations avec les écarts de l'inflation ou la perte

	Écarts de l'inflation	Perte
Variables macroéconomiques		
Écarts de la production	n.s.	+
Écarts du taux de change	+	+
Écarts du prix du pétrole	n.s.	+, faible
Prime de risque pays	n.s.	n.s.
Déficit public / PIB	+	+
Variables relatives à l'environnement financier		
Degré de développement des marchés financiers		
Sophistication	n.s.	n.s.
Capitalisation boursière / PIB	n.s.	n.s.
Activité boursière / PIB	n.s.	n.s.
Santé du secteur bancaire		
Solidité des banques privées	-	n.s.
Vitalité financière des banques privées	-	n.s.
Part de marché des banques étatiques	n.s.	+, faible
Variables institutionnelles		
Paramètres du régime de cibles		
Niveau du taux d'inflation visé	+	+
Amplitude de la fourchette	+	+
Horizon de référence	-, faible	n.s.
Transparence		
Indice de Dincer et Eichengreen	n.s.	n.s.
Nombre de rapports sur l'inflation par an	n.s.	n.s.
Établissement de prévisions quantitatives	n.s.	n.s.
Publication des procès-verbaux du comité de politique monétaire	+	+
Autres variables		
Fréquence des réunions officielles du comité de politique monétaire	n.s.	-, faible
Utilisation de modèles	n.s.	-
Taille du comité de politique monétaire	-, faible	n.s.
Indépendance de la banque centrale	-	n.s.

Nota : L'abréviation « n.s. » dénote un coefficient non significativement différent de zéro d'un point de vue statistique. Les signes + et - indiquent que les coefficients sont respectivement positifs et négatifs ainsi que statistiquement significatifs; si le signe est suivi du mot « faible », l'effet est significatif du point de vue statistique, mais faible sur le plan économique. La fonction de perte de la banque centrale est une moyenne pondérée de la valeur absolue des écarts de l'inflation par rapport à la cible et de la valeur absolue de la production observée au potentiel.

variable considérée est l'inflation globale¹⁷. Les diverses mesures du risque pays examinées par Albagli et Schmidt-Hebbel ne sont pas significatives non plus, vraisemblablement parce que le risque est déjà pris en compte par d'autres variables de l'équation, telles que celle du déficit public. Les régressions de la fonction de perte de la banque centrale aboutissent à des résultats semblables, sauf dans le cas de la valeur absolue des écarts de production passés, dont les coefficients sont maintenant significativement différents de zéro. Les écarts du cours du pétrole par rapport au prix tendanciel sont corrélés positivement avec la perte, mais leur effet est faible.

On ne décèle aucune relation statistique entre la performance de la banque centrale et le niveau de développement des marchés financiers. Cependant, tout comme Krause et Rioja (2006), nous mettons en évidence une corrélation positive entre la santé du secteur bancaire privé et l'atteinte de la cible, la solidité et la vitalité financières des banques privées variant toutes deux en raison inverse des écarts de l'inflation. Parmi les variables de contrôle qui représentent l'environnement financier, la seule qui soit statistiquement significative dans les régressions de la fonction de perte est la part de marché des banques étatiques. Son coefficient est positif; autrement dit, les pays dont le secteur bancaire privé est moins développé affichent généralement une production et des taux d'inflation plus variables par rapport aux cibles visées.

Plusieurs résultats intéressants touchent le rôle des caractéristiques du cadre de la politique monétaire. À l'instar d'Albagli et Schmidt-Hebbel, nous constatons que, plus le taux d'inflation visé est élevé, plus les écarts par rapport à la cible sont importants. Le coefficient de l'amplitude de la fourchette de maîtrise de l'inflation est affecté du signe positif attendu, sans doute parce que l'inflation risque davantage de s'écarter du milieu de la fourchette dans les pays dont la cible est définie de manière moins stricte. Le choix d'un horizon de référence plus long a pour effet de réduire les écarts par rapport à la cible, mais dans une proportion négligeable sur le plan économique. Cela donne à penser que, en s'attachant davantage à des objectifs de long terme, les autorités monétaires parviennent mieux à ancrer les attentes du secteur privé en matière d'inflation. Chose étonnante, on ne détecte aucune relation statistique entre les indices de transparence de Dincer et Eichengreen (2007) et la performance de la banque

17. On obtient un effet plus important, mais à peine statistiquement significatif, en multipliant le prix de l'or noir par la quantité de pétrole que le pays consomme.

centrale. Toutefois, l'absence de corrélation entre le classement des banques centrales sur la base de l'écart absolu moyen et celui fondé sur le degré de transparence (voir le Tableau 1) laissait présager un tel résultat. En ce qui concerne nos propres mesures de la transparence, nous n'observons aucun lien entre la performance et le nombre de rapports sur l'inflation publiés par an ou l'établissement de prévisions quantitatives, à l'encontre de ce que concluent Chortareas, Stasavage et Sterne (2002). Qui plus est, les banques centrales qui diffusent les procès-verbaux ou les relevés des votes pris aux réunions du comité de politique monétaire ont tendance à rater leur objectif par un plus large écart que les autres. Il pourrait en être ainsi parce que cette pratique étale parfois au grand jour des désaccords au sein du comité, ce qui compliquerait les communications avec le public¹⁸. Une autre explication serait que l'impératif de transparence impose des contraintes aux autorités monétaires en réduisant leur marge de manœuvre et en bureaucratissant le processus. Les banques centrales dont le comité compte davantage de membres s'en tirent un peu mieux, selon le principe voulant que plus les membres sont nombreux (à l'intérieur de certaines limites bien entendu), plus leur expérience et leurs perspectives seront variées, et mieux ils seront équipés pour faire face à l'incertitude et analyser l'information reçue (Berger, Nitsch et Lybek, 2006)¹⁹. Nous relevons également que les banques centrales indépendantes obtiennent des résultats bien meilleurs sur le front de l'inflation, probablement parce qu'elles sont mieux à même de s'engager à maintenir la stabilité des prix (Cukierman, Webb et Neyapti, 1992).

Nous arrivons à des conclusions similaires avec la fonction de perte de la banque centrale. Une cible fixée à un niveau d'inflation plus élevé et une fourchette plus large s'accompagnent toutes deux de pertes plus lourdes pour les autorités monétaires. Le fait que le coefficient de la variable relative à la fourchette cible

18. La publication des procès-verbaux ou des relevés de votes comporte un autre inconvénient : le fait de savoir que le point de vue et les arguments qu'ils soutiennent seront divulgués à brève échéance pourrait entacher les délibérations et le vote des membres du comité — et donc le processus de formulation de la politique monétaire — de considérations politiques de court terme et de calculs carriéristes qui vont à l'encontre de l'intérêt public (Cukierman, 2005). De même, Kennedy (2008) affirme qu'il importe de protéger l'intégrité de certaines décisions internes liées à la politique monétaire, car la diffusion de conseils stratégiques et de recommandations pourrait nuire à la liberté du débat et à l'établissement d'un consensus, lesquels sont nécessaires à la formulation judicieuse de politiques.

19. Nous avons aussi eu recours à des transformations au carré de certaines variables afin de vérifier s'il existait un degré de transparence optimal. Les résultats se sont avérés similaires sur le plan qualitatif.

demeure, d'un point de vue statistique, significativement supérieur à zéro dans les régressions de la fonction de perte porte à croire que les avantages d'une réduction de la variance de la production ne contrebalancent pas les coûts liés à la hausse de la volatilité de l'inflation découlant du choix d'une fourchette cible plus large. Comme dans le cas des régressions portant uniquement sur les écarts de l'inflation par rapport à la cible, la publication des procès-verbaux nuit à la performance de la banque centrale. Lorsque le comité de politique monétaire se réunit plus souvent, la perte est un peu réduite. Cette diminution pourrait résulter de la prise de décisions en temps plus opportun ou d'une transparence accrue, la tenue de réunions plus rapprochées permettant aux autorités de faire valoir leur point de vue auprès du public avec plus d'efficacité. Enfin, les banques centrales qui se servent de modèles pour guider leur action subissent des pertes nettement moins lourdes, ce qui fait ressortir le rôle important des modèles économiques dans l'élaboration de la politique monétaire (Coletti et Murchison, 2002).

Conclusion

En résumé, notre analyse empirique révèle que les écarts de l'inflation et de la production sont corrélés positivement avec les mouvements du taux de change et les déficits publics, négativement avec la santé du secteur bancaire privé et le degré d'indépendance de la banque centrale, et positivement ou pas du tout avec la transparence. En outre, les écarts augmentent avec le taux d'inflation visé et l'amplitude de la fourchette retenue, mais ils diminuent si les autorités s'appuient sur des modèles économiques dans la formulation de leur politique monétaire. Quels sont les déterminants de la réussite d'une banque centrale dotée d'une cible d'inflation? Pour limiter les écarts de l'inflation par

rapport à la cible et ceux de la production par rapport aux valeurs tendanciennes, les banques centrales ont avantage à viser un bas taux d'inflation, à définir une fourchette relativement étroite, à préserver la confidentialité de leurs délibérations, à employer des modèles économiques pour guider leurs décisions et à être indépendantes du pouvoir politique.

La transparence ne permet pas nécessairement d'atteindre la cible d'inflation avec plus de précision.

Néanmoins, notre conclusion selon laquelle la transparence ne permet pas nécessairement d'atteindre la cible d'inflation avec plus de précision doit être interprétée avec prudence. Même si les résultats empiriques donnent à penser qu'un degré plus grand d'ouverture peut réduire la capacité de la banque centrale de respecter sa cible, il importe de ne pas perdre de vue que la transparence est extrêmement difficile à évaluer avec précision. Les indices utilisés ici cherchent à mesurer et à quantifier l'ensemble des informations que les banques centrales fournissent au public, mais ils ne reflètent pas forcément la mesure dans laquelle le public décode les actions et les signaux des autorités monétaires. Ils ne traduisent pas non plus le degré d'intégration de ces informations dans les comportements économiques individuels. Par conséquent, compte tenu du caractère rudimentaire des indices de transparence présentés, il convient de considérer nos résultats comme préliminaires jusqu'à ce que l'on dispose de meilleures mesures.

Ouvrages et articles cités

Albagli, E., et K. Schmidt-Hebbel (2004). *By How Much and Why Do Inflation Targeters Miss Their Targets?*, communication présentée au colloque de la Banque fédérale de réserve d'Atlanta intitulé « Strategies for Implementing Monetary Policy in the Americas: The Role of Inflation Targeting », 4 octobre. Internet : <http://www.economia.puc.cl/seminarios/SECHI/cursos/Albagli%20Schmidt-Hebbel%20July%202004.pdf>.

Banque du Canada (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.

Berger, H., V. Nitsch et T. Lybek (2006). *Central Bank Boards Around the World: Why Does Membership Size Differ?*, document de travail n° 06/281, Fonds monétaire international.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Chortareas, G., D. Stasavage et G. Sterne (2002). « Does It Pay To Be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts », *Review*, Banque fédérale de réserve de St. Louis, vol. 84, n° 4, p. 99-117.
- Coletti, D., et S. Murchison (2002). « Le rôle des modèles dans l'élaboration de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 21-28.
- Cukierman, A. (2005). *The Limits of Transparency*, communication présentée le 7 janvier 2006 à la réunion annuelle des Allied Social Science Associations. Internet : http://www.aeaweb.org/annual_mtg_papers/2006/0107_1015_0903.pdf.
- Cukierman, A., S. B. Webb et B. Neyapti (1992). « Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes », *The World Bank Economic Review*, vol. 6, n° 3, p. 353-398.
- Demertzis, M., et A. Hughes Hallett (2007). « Central Bank Transparency in Theory and Practice », *Journal of Macroeconomics*, vol. 29, n° 4, p. 760-789.
- Dincer, N. N., et B. Eichengreen (2007). *Central Bank Transparency: Where, Why, and with What Effects?*, document de travail n° 13003, National Bureau of Economic Research.
- Eijffinger, S. C. W., et P. M. Geraats (2006). « How Transparent Are Central Banks? », *European Journal of Political Economy*, vol. 22, n° 1, p. 1-21.
- Fonds monétaire international (1999). *Code de bonnes pratiques pour la transparence des politiques monétaire et financière : Déclaration de principes*. Internet : <http://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/fre/code2f.pdf>.
- Geraats, P. M. (2007). « The Mystique of Central Bank Speak », *International Journal of Central Banking*, vol. 3, mars, p. 37-80.
- Gosselin, M.-A. (2007). *Central Bank Performance under Inflation Targeting*, document de travail n° 2007-18, Banque du Canada.
- Jenkins, P. (2004). *La communication, outil crucial pour la mise en œuvre de la politique monétaire*, discours prononcé au colloque conjoint de l'Association des marchés financiers du Canada et de la Financial Markets Association (États-Unis), Toronto.
- Kennedy, S. (2008). *La transparence a-t-elle des limites?*, discours prononcé devant l'Association des femmes en finance du Québec, Montréal (Québec), 8 janvier.
- Kia, A., et H. Patron (2004). *Market-Based Monetary Policy Transparency Index, Risk and Volatility—The Case of the United States*, Université Carleton. Manuscrit. Internet : <http://www.carleton.ca/economics/cep/cep04-07.pdf>.
- Krause, S., et F. Rioja (2006). *Financial Development and Monetary Policy Efficiency*. Ébauche. Internet : http://www.economics.emory.edu/Working_Papers/wp/krause_06_13_paper.pdf.
- Macklem, T. (2005). « Commentary: Central Bank Communication and Policy Effectiveness », *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, actes d'un symposium tenu sous les auspices de la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming) du 25 au 27 août, Kansas City, Banque fédérale de réserve de Kansas City, p. 475-494.
- Mishkin, F. S. (2004). « Can Central Bank Transparency Go Too Far? », *The Future of Inflation Targeting*, sous la direction de C. Kent et S. Guttman, actes d'un colloque tenu au H. C. Coombs Centre for Financial Studies à Kirribilli (Australie) les 9 et 10 août, Sydney, Banque de réserve d'Australie, p. 48-65.
- Mishkin, F. S., et K. Schmidt-Hebbel (2007). *Does Inflation Targeting Make a Difference?*, document de travail n° 12876, National Bureau of Economic Research.
- Morris, S., et H. S. Shin (2002). « Social Value of Public Information », *The American Economic Review*, vol. 92, n° 5, p. 1521-1534.
- Muller, P., et M. Zelmer (1999). *Greater Transparency in Monetary Policy: Impact on Financial Markets*, rapport technique n° 86, Banque du Canada.
- Parent, N., P. Munroe et R. Parker (2003). « Une évaluation du régime des dates d'annonce préétablies », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-12.
- Paulin, G. (2006). « Sous le signe de la crédibilité et de la souplesse : l'évolution des régimes de cibles d'inflation de 1990 à 2006 », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 5-20.

Ouvrages et articles cités (suite)

Roger, S., et M. Stone (2005). *On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets*, document de travail n° 05/163, Fonds monétaire international.

Svensson, L. E. O. (2005). *Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting*, communication présentée au colloque de la Banque centrale du Chili intitulé « Monetary Policy under Inflation Targeting », 20 octobre. Internet : <http://www.bcentral.cl/eng/conferences-seminars/annual-conferences/pdf/2005/Svensson.pdf>.

Woodford, M. (2005). « Central-Bank Communication and Policy Effectiveness », *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, actes d'un symposium tenu sous les auspices de la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming) du 25 au 27 août, Kansas City, Banque fédérale de réserve de Kansas City, p. 399-474.