

Les régimes de ciblage de l'inflation : l'expérience internationale récente

Robert Lavigne, Rhys R. Mendes et Subrata Sarker, département des Analyses de l'économie internationale

- Depuis le renouvellement, en 2006, de l'entente sur la maîtrise de l'inflation en vigueur au Canada, les régimes reposant sur des cibles d'inflation chiffrées ont été confrontés à des chocs de taille, dont la crise économique et financière mondiale.
- Ces chocs ont mis en lumière les avantages du ciblage de l'inflation. Grâce à la capacité de ces régimes d'arrimer fermement les attentes d'inflation, les banques centrales des pays où ils étaient mis en œuvre étaient mieux outillées que d'autres pour faire face aux difficultés.
- Dans la foulée de la tourmente, les États-Unis et le Japon ont adopté des objectifs d'inflation quantifiés.
- La crise a suscité un vif débat sur la place à accorder aux questions de stabilité financière dans la formulation du cadre de conduite de la politique monétaire. Plusieurs pays, y compris le Canada, ont depuis réexaminé le rôle qu'y jouent ces considérations.
- Globalement, un régime flexible de ciblage de l'inflation mis en œuvre par une banque centrale indépendante qui rend compte de ses actes et communique clairement sa politique monétaire demeure une stratégie solide pour favoriser la prospérité économique.

En novembre 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit leur cible de maîtrise de l'inflation pour une période additionnelle de cinq ans (Banque du Canada, 2011). Cette décision a été guidée en partie par les implications de la récente crise et par l'évolution de la conception des régimes de ciblage de l'inflation à l'échelle internationale. Paulin (2006) présente les changements qu'ont connus ces régimes depuis leur création en 1990 jusqu'au renouvellement de l'entente canadienne en 2006 (Banque du Canada, 2006). Le présent article actualise l'analyse de Paulin en examinant les récents résultats livrés par les cibles d'inflation, la décision des États-Unis et du Japon d'adopter des objectifs d'inflation chiffrés et les discussions entourant les attributs dont il conviendrait de doter les régimes de ciblage de l'inflation à la lumière de la crise économique et financière mondiale¹.

¹ Notre article traite essentiellement de l'expérience de ces régimes dans les économies avancées.

Depuis 2006, les cadres de conduite de la politique monétaire ont été confrontés à des défis considérables, le plus important ayant été la dernière crise mondiale. La débâcle financière qui s'est amorcée dans la deuxième moitié de 2007 a été suivie par un repli marqué et durable de la demande globale. Ce recul a fait naître des pressions à la baisse sur l'inflation, qui ont incité de nombreuses banques centrales à réduire leur taux directeur à sa valeur plancher. Parce que les attentes d'inflation étaient fermement ancrées dans les pays poursuivant une cible d'inflation, ceux-ci se sont trouvés mieux outillés que d'autres pour surmonter ces défis. Les régimes de ciblage de l'inflation ont fait preuve de résilience tout au long de la crise et sont restés relativement inchangés après son dénouement. L'utilité de cette approche en est sortie renforcée.

Les États-Unis et le Japon n'avaient pas adhéré au mouvement d'adoption de cibles d'inflation observé au sein des pays avancés². Dans la foulée de la crise, tous deux se sont dotés d'objectifs d'inflation quantifiés, encore que ni la Réserve fédérale ni la Banque du Japon n'aient officiellement reconnu s'être fixé une cible d'inflation. De plus, la tourmente a provoqué un débat vigoureux sur la place qui devrait revenir aux enjeux de stabilité financière dans la formulation du cadre de conduite de la politique monétaire.

Les résultats récents du ciblage de l'inflation

Trois grandes constatations ressortent des études empiriques sur le ciblage de l'inflation menées avant la crise :

- 1) les pays qui se sont fixé des cibles d'inflation chiffrées ont réalisé et maintenu de bas taux d'inflation, mais le lien de causalité entre les deux est difficile à établir en raison du mouvement généralisé vers de faibles niveaux d'inflation qui s'est produit durant les années 1990 et le début de la décennie suivante, et ce, même parmi les autres pays (Ball et Sheridan, 2004; Lin et Ye, 2007);
- 2) aucune accentuation de la volatilité de l'activité économique réelle n'a été enregistrée dans les pays appliquant un régime de ciblage de l'inflation (Lin et Ye, 2007, ainsi que Walsh, 2009);
- 3) c'est dans les pays ciblant explicitement l'inflation que les attentes des agents économiques à l'égard de l'inflation sont le mieux arrimées (Gürkaynak, Levin et Swanson, 2006; Gürkaynak et autres, 2007; Levin, Natalucci et Piger, 2004).

Bien que les années séparant les renouvellements de 2006 et de 2011 de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation au Canada aient été les plus agitées que le pays ait affrontées depuis l'adoption initiale d'une telle cible, ces trois constatations se vérifient toujours, malgré la tourmente qui a secoué l'économie mondiale. En fait, le ferme ancrage des attentes d'inflation dans les pays pourvus d'une cible a procuré aux banques centrales de ces derniers une très grande souplesse d'intervention face aux chocs.

◀ *Les années séparant les renouvellements de 2006 et de 2011 de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation au Canada ont été les plus agitées que le pays ait affrontées depuis l'adoption initiale d'une telle cible.*

² Bien que la Banque centrale européenne (BCE, 2012) ait pour objectif quantifié des taux d'inflation « inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme », elle ne considère pas qu'elle met en œuvre un régime de ciblage de l'inflation. Quoi qu'il en soit, le cadre de conduite de sa politique monétaire comporte de nombreux éléments propres à de tels régimes. On trouvera dans Paulin (2006) une description du cadre de la BCE.

La crise économique et financière mondiale de 2007-2009

Dans beaucoup d'économies avancées, la récession qui s'est amorcée à la fin de 2007 a été la plus profonde de toutes celles survenues depuis la Grande Dépression. Certains ont affirmé que les régimes de ciblage de l'inflation avaient fortement contribué à la genèse de la crise en obligeant les banques centrales à se préoccuper uniquement de la stabilité des prix au détriment des autres variables économiques et financières. Cette allégation témoigne d'une méconnaissance de la nature véritable des régimes flexibles de ciblage de l'inflation et du fait que, de tous les pays ciblant explicitement l'inflation, seul le Royaume-Uni s'est trouvé à l'épicentre des turbulences financières (Carney, 2012). Il reste que la plupart d'entre eux ont subi les effets négatifs de la crise par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance.

Le dysfonctionnement des systèmes financiers nationaux explique la gravité et la persistance de la récession qui a frappé un bon nombre des économies avancées. Dans bien des cas, la récession a été prolongée par la nécessité pour les banques, les administrations publiques et les ménages de réduire leur niveau d'endettement.

Dans la plupart des économies avancées, la récession a engendré une importante offre excédentaire, qui a exercé des pressions à la baisse sur l'inflation et incité un grand nombre de banques centrales à ramener leur taux directeur à sa valeur plancher. La borne inférieure des taux limitant le recours aux mesures classiques de politique monétaire, les banques centrales — que leur pays pâtit ou non de la crise — se sont tournées vers des outils non traditionnels, qui souvent impliquaient des modifications dans la taille et la composition de leur bilan. Les analyses empiriques indiquent que l'assouplissement du crédit et les acquisitions d'actifs par les banques centrales ont contribué efficacement à faire diminuer tant les écarts de crédit que les taux de rendement³.

Certaines banques centrales ont aussi eu recours à la communication d'indices sur l'évolution future de leur politique afin d'accentuer la détente monétaire. Les autorités monétaires de plusieurs pays ayant une cible d'inflation qui publiaient déjà de telles projections conditionnelles⁴ ont maintenu cette stratégie dans le but de guider le marché sur la trajectoire attendue de leur taux directeur et de le rassurer sur sa compatibilité avec l'atteinte de leur cible d'inflation à l'horizon donné. D'autres banques centrales, dont celle du Canada, ont dérogé à leurs pratiques habituelles pour fournir des indications particulièrement précises sur l'orientation qu'elles comptaient imprimer à leur politique future.

En avril 2009, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour à 25 points de base (qu'elle estime être la valeur plancher de ce taux) et s'est engagée à le garder à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, sous réserve de l'évolution des perspectives d'inflation. Cette annonce constituait une mesure inusitée de la part de la Banque, en ce sens que son contenu sortait du cadre normal des communications de l'institution au sujet de la politique monétaire. La Réserve fédérale américaine a fait sensiblement de même en août 2011, lorsqu'elle a indiqué s'attendre à ce

³ Kozicki, Santor et Suchanek (2011) examinent l'expérience internationale du recours des banques centrales à l'achat d'actifs.

⁴ Figuraient dans ce groupe, à la fin de 2008, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, la Norges Bank (Norvège), la Sveriges Riksbank (Suède), la Banque centrale d'Islande et la Banque nationale de la République tchèque.

que les conditions économiques nécessitent le maintien du taux des fonds fédéraux à un niveau exceptionnellement bas jusqu'au milieu de 2013 au moins⁵ (Comité de l'open market, 2011).

La Banque du Canada a finalement relevé le taux cible du financement à un jour plus tôt que prévu initialement, une décision dictée par les modifications de la conjoncture économique et des perspectives d'inflation. La cible d'inflation que se fixe la Banque a facilité la communication de la conditionnalité explicite dont elle avait entouré son engagement, ce qui a aidé les marchés à anticiper le relèvement hâtif requis. L'adoption récente par la Réserve fédérale d'un régime flexible de ciblage de l'inflation pourrait lui simplifier la tâche de façon semblable lorsqu'elle aura un jour à annoncer une hausse du taux directeur par rapport à sa valeur plancher.

Il est difficile d'évaluer la contribution des régimes de ciblage de l'inflation à la tenue de l'activité économique pendant la crise, à cause de la disparité entre les chocs subis par les pays : certains ont traversé une crise bancaire et financière, alors que d'autres, dont le Canada, ont vu leur économie réelle et leur secteur financier essuyer les retombées des difficultés ressenties ailleurs dans le monde. En outre, les banques centrales de pays qui, comme les États-Unis, n'avaient pas de cible d'inflation chiffrée, ont mis en œuvre des mesures similaires à celles prises par leurs homologues poursuivant de telles cibles.

On constate toutefois que la baisse de l'inflation a été moindre, en moyenne, dans les économies avancées appliquant un régime de ciblage que chez les autres. Ce phénomène ne tient pas uniquement aux différences dans la sévérité des récessions que les économies avancées ont respectivement connues. Le ratio entre la diminution du taux d'inflation et le recul, en pourcentage, enregistré par la production entre le sommet et le creux du cycle a été, en moyenne, près de quatre fois plus élevé dans les pays ne ciblant pas l'inflation. Bien que peu concluant, ce résultat donne à penser que l'inflation a été moins sensible aux variations de la demande dans les pays dotés d'une cible d'inflation, peut-être en raison du meilleur arrimage des attentes qu'on y observe.

Il n'en demeure pas moins que l'inflation globale a été très volatile durant la période 2006-2011. La majorité des pays poursuivant une cible ont vu leur taux d'inflation grimper avant la crise, dans le sillage du vif renchérissement des produits de base à l'échelle mondiale (**Encadré 1**), puis diminuer considérablement par suite de l'effondrement de la demande internationale causé par la crise et de la chute subséquente des cours des matières premières. Cette instabilité s'est accompagnée d'une certaine variabilité des attentes d'inflation à court terme; précisons cependant que les anticipations à moyen et à long terme sont quant à elles restées fermement ancrées dans les pays pourvus d'une cible (Cunningham, Desroches et Santor, 2010; Martínez, 2009) et que même les attentes à court terme (c.-à-d. à l'horizon d'un an) sont demeurées à l'intérieur de la fourchette visée dans la plupart d'entre eux (**Graphiques 1a à 1f**). Ainsi, les taux d'inflation anticipés dans le court terme ont été beaucoup moins instables que les taux effectifs, comme on pouvait s'y attendre en présence d'un régime crédible de ciblage de l'inflation.

De Carvalho Filho (2011) a effectué une analyse étendue de la situation dans 51 économies, certaines avancées et d'autres émergentes au lendemain de la crise, selon qu'elles poursuivent ou non des cibles d'inflation. Il relève

◀ *La baisse de l'inflation a été moindre, en moyenne, dans les économies avancées appliquant un régime de ciblage que chez les autres.*

◀ *En dépit de la volatilité de l'inflation, les anticipations à moyen et à long terme sont restées fermement ancrées dans les pays pourvus d'une cible d'inflation.*

⁵ La Réserve fédérale a par la suite annoncé le prolongement de ce maintien jusqu'en 2014.

Encadré 1

L'envolée mondiale des cours des produits de base en 2007-2008

Des fluctuations prononcées et durables des prix des produits de base peuvent créer la nécessité d'un arbitrage entre la stabilisation de l'inflation et celle de la production. En pareil cas, les banques centrales, en particulier celles ayant une cible d'inflation, doivent choisir de ramener l'inflation au niveau cible soit sur l'horizon visé normalement — au prix d'une certaine volatilité de la production —, soit sur une période plus longue afin de minimiser les effets sur la production.

De nombreuses banques centrales ont été confrontées à ce choix en 2007-2008, lorsque les cours de plusieurs matières premières clés ont enregistré des hausses rapides et tenaces. La composante énergétique de l'indice des prix des produits de base établi par la Banque du Canada, notamment, a bondi de 124 % entre le début de 2007 et le pic atteint au milieu de 2008. De même, la composante agricole a renchéri de 74 % entre janvier 2007 et février 2008. Ces augmentations spectaculaires étaient l'aboutissement de tendances observées depuis une décennie, au cours de laquelle les prix de l'énergie avaient été multipliés par plus de huit et ceux des produits agricoles avaient plus que doublé, créant ainsi des pressions haussières persistantes sur l'inflation au Canada et à l'étranger.

Au sein des pays avancés ciblant l'inflation, il est arrivé plus souvent durant cette période que l'inflation globale dépasse de plus d'un point de pourcentage le taux visé que ce n'avait été le cas pendant les cinq années précédentes (**Tableau 1-A**). Dans plusieurs de ces pays, en outre, il en a été ainsi durant plus de la moitié des mois compris dans la période. Néanmoins, aucun des pays avancés ayant adopté un régime de ciblage de l'inflation n'en a modifié les paramètres (par exemple, la largeur de la fourchette cible ou l'indice pris pour cible) en réaction aux chocs de prix des produits de base (Stone et autres, 2009).

Tableau 1-A : Mois durant lesquels le taux d'inflation a été supérieur de plus de un point de pourcentage au taux visé dans les pays avancés dotés d'une cible

	En pourcentage du nombre de mois compris dans la période	
	2001-2006	2007-2008
Canada	14	19
Islande	64	95
Norvège	11	24
Royaume-Uni	0	29
Suisse	0	5
Suède	3	52
Zone euro	1	52
Australie ^a	17	43
Nouvelle-Zélande ^a	29	57

a. Dans le cas de ces deux pays, les pourcentages sont établis à partir du nombre de trimestres, et non de mois, compris dans la période.

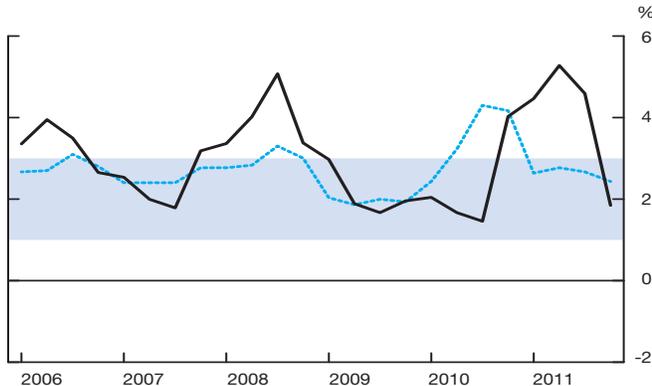
Sources : agences statistiques nationales et calculs de la Banque du Canada

Même si le taux d'inflation attendu à court terme (c.-à-d. pour l'année à venir) a augmenté pendant l'envolée des cours des produits de base, il est demeuré à l'intérieur de la fourchette visée dans la plupart des pays poursuivant une cible d'inflation, et les anticipations à moyen et à long terme sont demeurées solidement arimées (Cunningham, Desroches et Santor, 2010; Martínez, 2009). Dans l'ensemble, les régimes de ciblage de l'inflation se sont révélés suffisamment crédibles pour qu'on puisse laisser l'inflation dévier de sa trajectoire cible pendant des périodes plus longues qu'en temps normal sans que le taux attendu à moyen terme s'inscrive à la hausse.

Graphiques 1a à 1f : Cibles de maîtrise de l'inflation dans quelques économies avancées

a. Nouvelle-Zélande

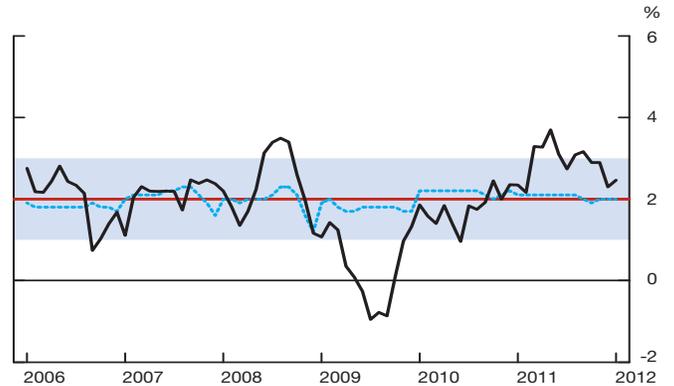
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : La cible que poursuit la Nouvelle-Zélande pour la hausse de l'IPC global prend la forme d'une fourchette. Dernière observation : 2011T4

b. Canada

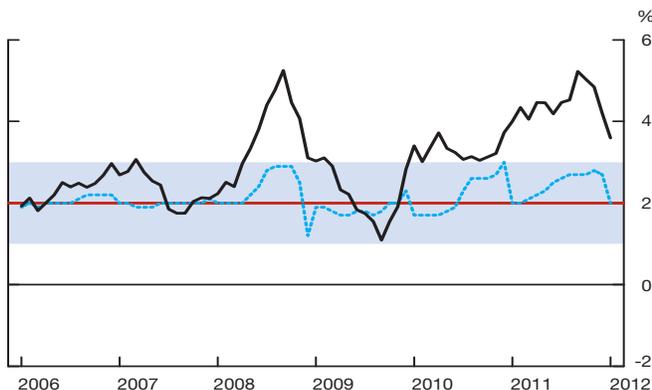
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Dernière observation : janvier 2012

c. Royaume-Uni

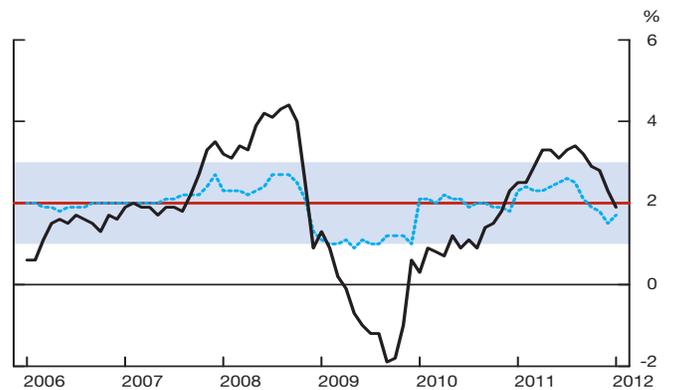
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Nota : La banque centrale n'a pas officiellement de fourchette cible, mais elle prête une attention particulière aux situations où l'inflation dévie de plus d'un point de pourcentage du taux visé. Dernière observation : janvier 2012

d. Suède

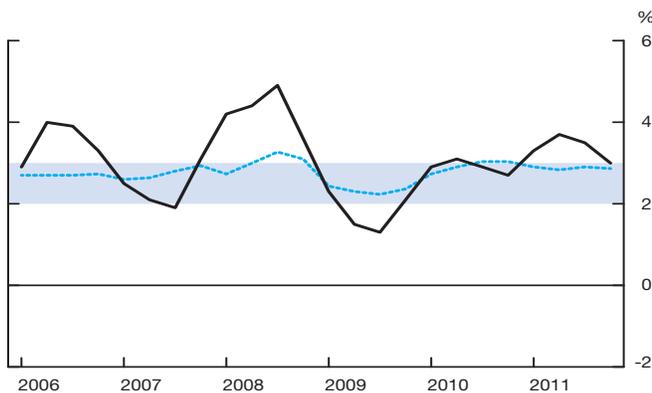
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Dernière observation : janvier 2012

e. Australie

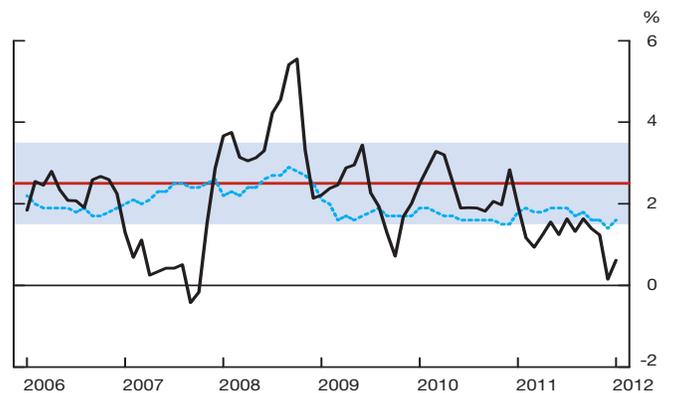
Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : La cible que poursuit l'Australie pour la hausse de l'IPC global prend la forme d'une fourchette. Dernière observation : 2011T4

f. Norvège

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Nota : La banque centrale n'a pas officiellement de fourchette cible, mais elle prête une attention particulière aux situations où l'inflation dévie de plus d'un point de pourcentage du taux visé. Dernière observation : janvier 2012

■ Fourchette cible — Taux pris pour cible - - - Taux attendu (pour l'année à venir) — Inflation globale

que les pays ciblant l'inflation ont réduit leurs taux d'intérêt plus fortement et étaient moins susceptibles d'être confrontés au « spectre d'une déflation » que les autres⁶. Si les baisses opérées par les premiers ont été plus énergiques, ce n'est pas seulement parce que les taux d'intérêt nominaux et réels se trouvaient à y être plus élevés juste avant la crise que dans les pays n'ayant pas de cible, mais aussi parce que le taux d'inflation attendu y était plus fermement ancré. De Carvalho Filho ne repère aucune différence dans la dynamique du chômage entre les deux groupes de pays, mais il constate que, pendant les deux années qui ont suivi le déclenchement de la crise, la croissance a été plus rapide dans les pays dotés d'une cible. Il conclut que ni les autres déterminants antérieurs à la crise ni les indicateurs de l'activité économique postérieure à celle-ci ne peuvent expliquer les résultats positifs associés au ciblage de l'inflation⁷.

L'adoption d'objectifs d'inflation chiffrés aux États-Unis et au Japon

Parmi les pays avancés, les États-Unis et le Japon n'avaient pas adopté de cibles d'inflation, tournant le dos à la tendance en ce sens observée avant la crise. Au lendemain de celle-ci, toutefois, tous deux ont décidé de se doter d'objectifs chiffrés pour la maîtrise de l'inflation, encore que ni la Réserve fédérale, ni la Banque du Japon n'aient officiellement reconnu s'être fixé une cible d'inflation.

Le cadre maintenant en place dans ces deux pays présente des similarités avec le régime flexible de ciblage de l'inflation qui est appliqué au Canada et dans de nombreuses autres économies, puisque la poursuite d'un objectif chiffré pour la progression de l'inflation à moyen terme constitue le pivot d'un tel régime. Précisons cependant que la focalisation des autorités sur l'inflation constitue pour elles un moyen de parvenir à une fin, à savoir la promotion de la prospérité économique. Sous un régime flexible de ciblage de l'inflation, la banque centrale s'attache à ramener l'inflation au taux visé à moyen terme tout en cherchant à atténuer la volatilité d'autres dimensions de l'économie, comme l'emploi et l'activité financière, qui agissent sur le bien-être.

Les États-Unis

La loi régissant la Réserve fédérale assigne à la politique monétaire des États-Unis les objectifs suivants : maximisation de l'emploi, stabilité des prix et maintien de taux d'intérêt à long terme modérés. Mais ces trois objectifs sont souvent regroupés sous un seul vocable, celui du « double mandat » de la Réserve fédérale — le troisième objectif (taux d'intérêt à long terme modérés) étant un corollaire du second (stabilité des prix).

En janvier 2012, le Comité de l'open market — l'organe de décision chargé des politiques de la Réserve fédérale — a publié un énoncé de principes au sujet de ses objectifs à long terme et de sa stratégie en matière de politique monétaire (Comité de l'open market, 2012). Il y déclare qu'un taux d'inflation de 2 %, mesuré par la variation annuelle de l'indice de la dépense de consommation des ménages, est le plus compatible à long terme avec le

◀ *Au lendemain de la crise, la Réserve fédérale et la Banque du Japon se sont toutes deux dotées d'objectifs chiffrés pour la maîtrise de l'inflation, encore que ni l'une ni l'autre n'aient officiellement reconnu s'être fixé une cible d'inflation.*

6 De Carvalho Filho (2011) considère que la déflation devient une menace lorsque le taux d'inflation mensuel a été négatif trois mois d'affilée.

7 Les déterminants examinés sont la croissance des crédits octroyés au secteur privé, les ratios réserves/PIB et réserves/emprunts à court terme, les entrées de capitaux, l'ouverture au commerce international, le solde de la balance courante et la flexibilité du taux de change.

mandat dont est investie la Réserve fédérale⁸. La Réserve fédérale a de ce fait rallié le groupe des banques centrales mettant en œuvre un régime flexible de ciblage de l'inflation⁹.

La possibilité que la Réserve fédérale adopte un objectif d'inflation quantifié était depuis longtemps discutée. Le débat à ce sujet s'était essentiellement centré sur le double mandat de la Réserve fédérale, certains observateurs craignant qu'une cible d'inflation ne confère la priorité à la stabilité des prix au détriment de la maximisation de l'emploi. Dans son énoncé, le Comité de l'open market (2012) tranche le débat en ces termes [traduction] : « Un objectif d'inflation clair contribue à arrimer à long terme les attentes d'inflation, [...] accroissant ainsi la capacité du Comité de favoriser des niveaux d'emploi maximaux lorsque l'économie est aux prises avec de graves perturbations ».

Le régime flexible de ciblage de l'inflation de la Réserve fédérale comporte plusieurs caractéristiques particulières (**Tableau 1**) :

- 1) à l'instar de la Sveriges Riksbank, de la Banque centrale européenne (BCE) et de la Banque du Japon, le Comité de l'open market a interprété son mandat de façon unilatérale. Dans beaucoup de pays, le mandat est plutôt établi par le gouvernement ou a fait l'objet d'une entente entre ce dernier et l'autorité monétaire;
- 2) les principes fondant le régime sont revus annuellement¹⁰. Seuls le Royaume-Uni et le Japon révisent leur cadre aussi fréquemment. Des renouvellements rapprochés risquent de susciter des doutes quant à la fermeté de l'engagement des autorités envers la poursuite de la cible d'inflation. Mais la pratique montre que ces inquiétudes s'estompent au fil de l'expérience;
- 3) la cible d'inflation est définie comme un objectif à long terme de la politique monétaire, alors que dans le cadre des régimes qu'elles appliquent, la plupart des autres banques centrales s'efforcent de ramener l'inflation à son taux cible à moyen terme. Dans un régime flexible, par contre, le délai pour le retour de l'inflation au niveau visé est généralement fonction de la taille et de la nature des chocs qui secouent l'économie. Il se peut donc que l'assignation d'un horizon à long terme à l'atteinte de la cible ait peu de portée pratique.

L'expérience qu'acquerra la Réserve fédérale dans la mise en œuvre de ces aspects particuliers de son cadre fournira vraisemblablement des indications intéressantes sur la conception optimale des régimes de ciblage de l'inflation.

Le Japon

Récemment, la Banque du Japon a tenté de préciser l'interprétation qu'elle donne au mandat qui lui a été confié d'assurer la stabilité des prix, en signalant qu'elle vise, pour le moyen et le long terme, un taux d'inflation de 2 %

⁸ La plupart des autres banques centrales prennent pour cible un indice des prix à la consommation (IPC) plutôt qu'un indice de la dépense de consommation des ménages. Ce dernier se distingue de l'IPC de plusieurs façons : 1) les pondérations attribuées aux différents postes sont modifiées à chaque trimestre, ce qui atténue les biais de substitution entachant le taux d'inflation mesuré; 2) il est sujet à révision; et 3) son champ d'observation n'est pas le même.

⁹ Même avant l'annonce de janvier 2012, l'interprétation que des membres du Comité de l'open market faisaient du mandat de la Réserve fédérale cadrait globalement avec la poursuite d'un taux d'inflation de 2 %. Pour un exposé détaillé sur le sujet, voir Evans (2011).

¹⁰ Dans son communiqué de janvier 2012, le Comité de l'open market précisait qu'il comptait réaffirmer les principes énoncés et apporter les ajustements appropriés lors de la réunion qu'il tient chaque année en janvier.

Tableau 1 : Caractéristiques du cadre de conduite de la politique monétaire de certains pays

Pays	Cadre adopté en	Cible d'inflation actuelle	Variable cible	Horizon de retour à la cible ^a	Cible établie par	Fréquence des renouvellements
Nouvelle-Zélande	mars 1990	Fourchette de 1 à 3 % (sans indication de point médian)	IPC (certaines circonstances autorisent des écarts par rapport à la cible)	Moyen terme	le gouverneur de la banque centrale et le ministre des Finances (l'entente la plus récente date de 2002)	Habituellement au début de chaque mandat d'un gouverneur, dont la durée est de cinq ans
Canada	février 1991	2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %	IPC (une mesure de l'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire)	De six à huit trimestres	le gouvernement et la banque centrale	Tous les cinq ans
Royaume-Uni	octobre 1992	2 % (\pm 1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)	IPC (fondé sur l'IPC harmonisé de l'Union européenne)	Moyen terme	le gouvernement	Tous les ans
Suède	janvier 1993	2 %, \pm 1 point de pourcentage	IPC (mais l'accent est mis sur des mesures de l'inflation fondamentale)	Deux ans	la banque centrale	Aucun depuis l'adoption de la cible
Australie	mars 1993	2 à 3 % en moyenne sur l'ensemble du cycle économique	IPC	Moyen terme	le gouvernement et la banque centrale	Entente renouvelée en 1996, 2003, 2006, 2007 et 2010
Zone euro ^b	janvier 1999	Inférieure à, mais proche de, 2 %	IPC harmonisé	Moyen terme	la banque centrale	Clarification de la cible en 2003
Suisse ^b	janvier 2000	Moins de 2 %	IPC	De deux à trois ans	la banque centrale	Aucun engagement envers la cible d'inflation ne figure dans les objectifs de politique monétaire de la Banque nationale suisse
Norvège	mars 2001	Environ 2 ½ % (\pm 1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)	IPC (mais l'accent est mis sur une mesure de l'inflation fondamentale)	De un à trois ans	le gouvernement	Aucun depuis l'adoption de la cible
États-Unis ^c	janvier 2012	2 %	Indice de la dépense de consommation des ménages	Moyen terme	la banque centrale	Aucun depuis l'adoption de la cible
Japon ^c	février 2012	1 %	IPC	Moyen à long terme	la banque centrale	Tous les ans

a. L'horizon de retour à la cible peut varier d'un régime à l'autre. Il s'agit ici du délai le plus souvent mentionné par la banque centrale.

b. Ni la BCE ni la Banque nationale suisse ne considèrent la poursuite d'une cible d'inflation comme l'objectif de leur régime de politique monétaire.

c. Ni la Réserve fédérale ni la Banque du Japon n'emploient le mot « cible » pour désigner leur objectif d'inflation.

ou moins, calculé en fonction du taux de variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC). De plus, elle se fixe, pour le court terme, un objectif de 1 % (Banque du Japon, 2012), ce qui est inférieur à la cible chiffrée d'environ 2 % poursuivie par la plupart des autres pays (Tableau 1). L'institution nipponne a insisté sur le fait que l'adoption de cet objectif d'inflation quantifié fait ressortir encore davantage sa détermination à surmonter la déflation et à réaliser une croissance soutenable dans un climat de prix stables.

La Banque du Japon évite le terme « cible » pour désigner le taux d'inflation visé, lui préférant celui d'« objectif ». Selon certains observateurs, le mot utilisé en japonais pour désigner un « objectif » (*goal* en anglais) — que d'aucuns considèrent être un synonyme de cible (*target*) — a un sens plus flou, plus évasif que ses équivalents français et anglais (Ito, 2012). Dans un de ses discours, cependant, le gouverneur de l'institution, M. Masaaki Shirakawa (2012), affirme que l'intention de base ayant mené à l'adoption d'un objectif pour la progression de l'inflation s'apparente grandement au raisonnement tenu par certaines banques centrales étrangères ayant, elles, opté pour le mot « cible ». Il explique que la Banque du Japon n'a pas retenu ce terme parce que la méthode du « ciblage de l'inflation » a pris un sens technique restreint dans son pays¹¹.

Politique monétaire et stabilité financière

La crise a clairement montré que la stabilité des prix n'est pas un gage de stabilité financière. S'en est suivi un vif débat sur le rôle que la politique monétaire devrait jouer dans le maintien de la stabilité financière. La Banque du Canada s'est penchée sur cette question dans le cadre de la réflexion qui a mené au renouvellement de l'entente sur la maîtrise de l'inflation au pays en 2011.

Comme le souligne le document d'information publié au moment de l'annonce de la reconduction de la cible (Banque du Canada, 2011), la crise a mis en lumière combien il importe de prendre garde aux déséquilibres financiers alimentés par un boom du crédit. Rien n'est plus dangereux qu'un surendettement provoqué par un boom du crédit, et ce, parce qu'une accumulation de la dette ne peut être résorbée qu'au moyen d'une réduction de l'effet de levier qui, en se prolongeant, s'accompagne généralement d'une insuffisance persistante de la demande.

Qui plus est, si la stabilité économique donne lieu à une atténuation du risque perçu et à un accroissement de la capacité d'emprunt du secteur financier, elle peut favoriser le développement de déséquilibres financiers — à moins que des réglementations aussi bien macroprudentielles que microprudentielles ne soient en place. De fait, il est possible que les risques soient au plus haut lorsque leurs indicateurs sont au plus bas. La conviction que les taux d'intérêt vont demeurer faibles peut fortement encourager la prise de risques démesurés. Autrement dit, un excès de confiance pourrait engendrer la formation de déséquilibres financiers.

La crise a mis en évidence également le fait que des institutions financières robustes, aussi nécessaires soient-elles, ne suffisent pas à garantir la fiabilité et la solidité du système financier dans son ensemble. Elle a révélé que

◀ *La crise a clairement montré que la stabilité des prix n'est pas un gage de stabilité financière. S'en est suivi un vif débat sur le rôle que la politique monétaire devrait jouer dans le maintien de la stabilité financière.*

◀ *La stabilité économique peut favoriser le développement de déséquilibres financiers, à moins que des réglementations aussi bien macroprudentielles que microprudentielles ne soient en place.*

¹¹ Selon M. Shirakawa (2012, p. 4, traduction) : « Au Japon [...], il arrive encore souvent que l'on associe à tort le « ciblage de l'inflation » à une forme de conduite automatique de la politique monétaire en vue strictement de l'atteinte d'un taux d'inflation donné. En réalité, dans beaucoup de pays, y compris ceux qui poursuivent des cibles d'inflation, la mise en œuvre de la politique monétaire n'a rien de mécanique; elle met plutôt l'accent sur la stabilité des prix et de l'activité économique à moyen et à long terme. »

les liens étroits et complexes existant entre les institutions et les marchés peuvent potentiellement créer, transmettre et amplifier les chocs, avec les graves retombées que cela implique pour le système financier.

Un comportement responsable de la part des particuliers et des institutions financières forme le premier rempart contre les déséquilibres financiers. Ensuite vient la politique de surveillance et de réglementation — ou ce qu'on pourrait appeler la politique « microprudentielle ». Forte des enseignements de la crise, l'approche microprudentielle se voit étayée par une perspective systémique, soit au moyen de nouvelles mesures macroprudentielles¹². Certes, ces lignes de défense limiteront le risque d'excès financiers, mais les autorités monétaires devront peut-être encore tenir compte de considérations liées à la stabilité financière dans certaines circonstances, notamment lorsque des déséquilibres financiers influent sur les perspectives d'évolution à court terme de la production et de l'inflation (Banque du Canada, 2011).

Dans ce contexte, la Banque est parvenue à la conclusion que, dans les cas exceptionnels où les déséquilibres financiers représentent une menace pour l'économie dans son ensemble ou sont eux-mêmes favorisés par le bas niveau des taux d'intérêt, le recours à la politique monétaire pourrait s'avérer nécessaire afin de soutenir la stabilité financière (Banque du Canada, 2011). La politique monétaire a une vaste portée, presque imparable, sur les marchés et le levier financier des institutions. Si, pour cette raison, elle ne constitue pas un outil adapté à la correction des déséquilibres qui sont circonscrits à des secteurs précis, elle peut néanmoins aider à surmonter ceux qui risquent de se répercuter sur l'ensemble de l'économie (Boivin, Lane et Meh, 2010).

Comme les conséquences des excès financiers sont susceptibles de se faire sentir pendant une période plus étendue et plus incertaine que les autres perturbations économiques, il peut exister des tensions entre les préoccupations concernant la production, l'inflation et la stabilité financière sur l'horizon habituel de deux ans de la politique monétaire. Dans ces circonstances, la Banque devrait profiter de la flexibilité que lui offre le régime de ciblage de l'inflation pour ramener cette dernière au taux visé dans un délai un peu plus long, compatible avec l'atteinte à long terme d'un niveau d'inflation bas, stable et prévisible.

D'autres banques centrales poursuivant une cible d'inflation ont aussi revu la prise en compte des problèmes de stabilité financière dans la formulation de leur politique monétaire¹³. En 2010, la Banque de réserve d'Australie a modifié son énoncé de politique monétaire¹⁴ pour y inclure une clause sur la stabilité financière, qui prévoit qu'elle use de ses pouvoirs, sans compromettre son objectif de stabilité des prix, pour soutenir la stabilité du système financier australien lorsque les circonstances l'exigent (Banque de réserve d'Australie, 2010). Cette modification laisse entendre que la promotion de la

¹² Ainsi, le gouvernement canadien a modifié plusieurs fois déjà, à point nommé, les modalités du financement hypothécaire. D'autres initiatives, comme l'adoption de volants de fonds propres contra-cycliques et d'un mode de calcul des marges en fonction du cycle intégral, sont en voie d'élaboration.

¹³ Quelques-unes, dont la Banque d'Angleterre, se sont vu confier par la loi des responsabilités réglementaires additionnelles pour être en mesure d'atteindre leurs objectifs en matière de stabilité financière, mais celles-ci n'ont aucune incidence directe sur le cadre de conduite de la politique monétaire.

¹⁴ Cet énoncé est le fruit d'un accord officiel entre le ministre des Finances australien et le gouverneur de la banque centrale. Il a été renouvelé la dernière fois en septembre 2010.

stabilité financière devient un objectif secondaire de la politique monétaire¹⁵. Dans la pratique, la différence entre les approches australienne et canadienne dépendra de l'interprétation qui sera donnée à la restriction consistant à ne pas mettre en péril l'objectif de stabilité des prix.

La Réserve fédérale des États-Unis a également incorporé à son régime flexible de ciblage de l'inflation des dispositions spécifiques aux enjeux de stabilité financière. Ces dispositions stipulent que les décisions de politique monétaire doivent tenir compte de l'évaluation que fait la Réserve fédérale des risques qui pèsent globalement sur l'économie, y compris ceux planant sur le système financier qui pourraient nuire à la réalisation des objectifs fixés par le Comité de l'open market (2012). Elle ne précise toutefois pas la manière dont ces risques peuvent influencer les décisions de politique monétaire. En particulier, on ne sait pas très bien jusqu'à quel point la banque centrale américaine sacrifierait la tenue de l'inflation et de l'emploi à court et à moyen terme pour atténuer les risques de nature financière susceptibles d'entraver l'atteinte de ses objectifs à plus long terme. Là encore, la clarté viendra peut-être avec l'expérience.

Enfin, la BCE et la Banque du Japon ont explicité le rôle des considérations à long terme dans la formulation de leur politique monétaire. La Banque du Japon privilégie une stratégie à deux volets portant, d'une part, sur les conditions économiques et le niveau des prix à un horizon de un à deux ans et, d'autre part, sur les facteurs de risque à long terme qui ont peu de chances de se matérialiser, mais dont les répercussions sur l'activité économique seraient majeures¹⁶. Pour instaurer la stabilité des prix visée, la BCE (2012) s'est elle aussi dotée d'une « approche à deux piliers », à savoir 1) l'analyse économique, qui focalise sur les facteurs déterminant l'évolution des prix à court et à moyen terme tels que l'activité réelle et les conditions financières dans l'économie; et 2) l'analyse monétaire, qui est axée sur les déterminants à plus long terme, notamment l'expansion de la monnaie et du crédit. C'est ce dernier élément qui distingue les approches de la BCE et de la Banque du Japon. Selon Stark (2011), l'intégration des phénomènes monétaires dans le cadre de conduite favorise un mouvement de résistance aux tendances qui peut contribuer à lisser les cycles financiers et à stabiliser l'économie à moyen terme. Cela dit, ces propriétés du cadre monétaire n'ont pas empêché le déclenchement de la crise de la dette qui sévit actuellement en Europe, et qui a ses racines tant dans les déficits budgétaires que dans les déséquilibres extérieurs au sein de la zone euro.

Conclusion

Les années qui se sont écoulées entre les renouvellements de 2006 et de 2011 de l'entente relative à la maîtrise de l'inflation au Canada ont été les plus agitées depuis l'avènement des cibles d'inflation. Au sortir de la tourmente, néanmoins, peu de changements ont été apportés aux régimes de ciblage de l'inflation. Le ferme ancrage des attentes d'inflation produit par la poursuite de cibles a joué un rôle stabilisateur face à la volatilité ambiante.

¹⁵ Une réflexion similaire a été menée en Suède, où, dans le sillage de la crise, le Parlement a commandé une évaluation de la politique monétaire mise en œuvre par la banque centrale de 2005 à 2010. Dans leur rapport, Goodhart et Rochet (2011) recommandent que celle-ci précise davantage 1) son mandat relativement à la promotion de la stabilité financière; 2) la nature des instruments qu'elle est habilitée à employer pour exécuter ce mandat; et 3) le cadre de gouvernance interne s'appliquant à l'objectif de stabilité financière ainsi que la façon dont ce cadre interagit avec celui des autres entités publiques avec lesquelles elle partage la responsabilité de la stabilité financière. En avril 2012, la Sveriges Riksbank a rendu publique sa nouvelle stratégie de communication en vue de promouvoir la stabilité au sein du système financier.

¹⁶ Pour plus d'information à ce sujet, voir Shirakawa (2011).

Les cibles explicites que se sont fixées les banques centrales ont également facilité leurs communications tout au long de la crise. Du reste, le mouvement vers une plus grande transparence n'a nullement été ralenti par les turbulences financières. Les États-Unis et le Japon ont même décidé, au lendemain de la crise, de se doter d'objectifs d'inflation quantifiés.

La part attribuable aux chocs financiers et à leurs canaux de transmission dans le déclenchement de la crise a fait ressortir la nécessité d'approfondir la recherche sur les liens entre l'économie réelle et la sphère financière. Des travaux ont été entrepris dans ce domaine et les banques centrales sont en train d'en incorporer les résultats à leurs modèles de politique monétaire. Mais une meilleure compréhension de la prise de risque à laquelle peut conduire la politique monétaire, de l'interaction entre les politiques monétaire et macroprudentielles ainsi que de l'utilisation et de la valeur des indicateurs avancés profiterait à la conception des cadres de conduite de la politique monétaire.

La récente crise a aussi soulevé un débat sur les avantages de régimes qui, au lieu de l'inflation, prennent pour cible le niveau des prix ou celui du PIB nominal. L'efficacité de ces autres approches dépend fortement de leur capacité à faire évoluer les attentes dans la bonne direction. Par conséquent, la formulation du cadre optimal de conduite de la politique monétaire est fonction de la manière dont les anticipations se forment et de l'efficacité des communications de la banque centrale. Pour cette raison, nous estimons important que la priorité continue d'être accordée aux travaux sur la formation d'attentes qui se fondent sur les résultats d'enquête et s'inspirent de l'économie expérimentale, dans le contexte de modèles macroéconomiques.

Il reste que la leçon la plus fondamentale, peut-être, à tirer de l'expérience vécue ces dernières années est la nécessité que les programmes de recherche sur les cadres de conduite de la politique monétaire soient flexibles. Les domaines cités précédemment méritent assurément d'être explorés plus à fond, mais les travaux à venir sur la formulation de la politique monétaire devront tenir compte de l'évolution de nos connaissances sur notre environnement économique.

Ouvrages et articles cités

Ball, L., et N. Sheridan (2004). « Does Inflation Targeting Matter? », *The Inflation-Targeting Debate*, actes d'un colloque tenu par le National Bureau of Economic Research en janvier 2003, sous la direction de B. S. Bernanke et M. Woodford, Chicago, University of Chicago Press, p. 249-282.

Banque centrale européenne (2012). *Strategy*. Internet (sous la rubrique « Monetary Policy ») : <http://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>. Pour une description en français de cette stratégie, consulter <http://www.banque-france.fr/politique-monetaire/definition-et-presentation/strategie.html>.

Banque de réserve d'Australie (2010). *Statement on the Conduct of Monetary Policy*, 30 septembre. Internet : <http://www.rba.gov.au/monetary-policy/framework/stmt-conduct-mp-5-30092010.html>.

- Banque du Canada (2006). *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information — novembre 2006*. Internet : http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/background_nov06-f.pdf.
- (2011). *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information — novembre 2011*. Internet : http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2011/11/background_nov11-f.pdf.
- Banque du Japon (2012). *The Price Stability Goal in the Medium to Long Term*, communiqué, 14 février. Internet : http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2012/k120214b.pdf.
- Boivin, J., T. Lane et C. Meh (2010). « La place de la politique monétaire dans la lutte contre les déséquilibres financiers », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 27-41.
- Carney, M. (2012). *Un cadre de politique monétaire toutes saisons*, discours prononcé dans le cadre du forum sur la conduite de la politique monétaire américaine, New York, 24 février.
- Comité de l'open market (2011). *Communiqué*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, 9 août. Internet : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20110809a.htm>.
- (2012). *Communiqué*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis, 25 janvier. Internet : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>.
- Cunningham, R., B. Desroches et E. Santor (2010). « Anticipations d'inflation et conduite de la politique monétaire : tour d'horizon des données et de l'expérience récentes », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-26.
- de Carvalho Filho, I. E. (2011). « 28 Months Later: How Inflation Targeters Outperformed Their Peers in the Great Recession », *The B.E. Journal of Macroeconomics*, vol. 11, n° 1, article 22.
- Evans, C. L. (2011). *The Fed's Dual Mandate Responsibilities and Challenges Facing U.S. Monetary Policy*, discours prononcé devant l'European Economics and Financial Centre, Londres, 7 septembre.
- Goodhart, C., et J.-C. Rochet (2011). *Evaluation of the Riksbank's Monetary Policy and Work with Financial Stability 2005–2010*, rapport du Parlement de la Suède 2010/11 : RFR5, Stockholm, Riksdagstryckeriet.
- Gürkaynak, R. S., A. T. Levin, A. N. Marder et E. T. Swanson (2007). « Inflation Targeting and the Anchoring of Inflation Expectations in the Western Hemisphere », *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, sous la direction de F. Mishkin et K. Schmidt-Hebbel, Santiago, Banque centrale du Chili, p. 415-465.
- Gürkaynak, R. S., A. T. Levin et E. T. 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.

- Ito, T. (2012). « BoJ's Last Chance to Jettison Defeatism », *Financial Times*, 24 avril.
- Kozicki, S., E. Santor et L. Suchanek (2011). « L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle : l'achat d'actifs par les banques centrales », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-27.
- Levin, A. T., F. M. Natalucci et J. M. Piger (2004). « The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, vol. 86, n° 4, p. 51-80.
- Lin, S., et H. Ye (2007). « Does Inflation Targeting Really Make a Difference? Evaluating the Treatment Effect of Inflation Targeting in Seven Industrial Countries », *Journal of Monetary Economics*, vol. 54, n° 8, p. 2521-2533.
- Martínez, G. O. (2009). « Inflation Targeting », *A Festschrift in Honour of David Dodge*, actes d'un colloque tenu par la Banque du Canada en novembre 2008, Ottawa, Banque du Canada, p. 85-103.
- 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.
- Shirakawa, M. (2011). *150 Years of Innovation and Challenges in Monetary Control*, discours prononcé dans le cadre du 150^e anniversaire des relations diplomatiques entre l'Allemagne et le Japon, Francfort-sur-le-Main, 8 mars.
- (2012). *The Bank of Japan's Efforts Toward Overcoming Deflation*, discours prononcé devant le Japan National Press Club, Tokyo, 17 février.
- Stark, J. (2011). *The Global Financial Crisis and the Role of Central Banking*, discours prononcé devant l'Institute of Regulation & Risk, Hong Kong, 12 avril.
- Stone, M. R., S. Roger, A. Nordstrom, S. Shimizu, T. Kisinbay et J. Restrepo (2009). *The Role of the Exchange Rate in Inflation-Targeting Emerging Economies*, étude spéciale n° 267, Fonds monétaire international.
- Walsh, C. E. (2009). « Inflation Targeting: What Have We Learned? », *International Finance*, vol. 12, n° 2, p. 195-233.