

# Évolution récente des cadres de conduite de la politique monétaire dans le monde

---

*Robert Fay et Kristina Hess, département des Analyses de l'économie internationale*

- Les banques centrales des économies avancées ont vu leur tâche se compliquer ces dernières années, la faiblesse prolongée de l'inflation se conjuguant dans certains pays avec des préoccupations croissantes concernant la stabilité financière.
- Si peu de régimes de ciblage de l'inflation en vigueur dans les économies avancées ont fait l'objet de changements majeurs depuis 2012, les instruments mis en œuvre pour atteindre les cibles d'inflation ont par contre évolué.
- Ainsi, plusieurs banques centrales ont institué ou amplifié des programmes d'achat d'actifs, abaissé leur taux directeur au-dessous de zéro ou élargi leur rôle de façon à contribuer davantage à la stabilité financière.
- Certaines banques centrales ont modifié l'éventail de mesures de l'inflation fondamentale retenues pour continuer à suivre la tendance sous-jacente de l'évolution de l'inflation globale.

En 2016, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada renouvelleront pour une nouvelle période de cinq ans leur entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation. Pour faciliter le processus de renouvellement, la Banque a, dans le passé, procédé à un examen des régimes de ciblage de l'inflation d'autres pays (Paulin, 2006; Lavigne, Mendes et Sarker, 2012). Le présent article donne une vue d'ensemble de l'évolution des régimes de ciblage de l'inflation de dix économies avancées depuis le dernier renouvellement, en 2011<sup>1</sup>. Il s'attache plus particulièrement à mettre en lumière les évolutions touchant les trois axes de recherche autour desquels la Banque a articulé sa démarche d'examen :

- le niveau de la cible d'inflation;
- la mesure de l'inflation fondamentale;
- les considérations liées à la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire.

Dans un article publié dans la livraison du printemps 2012 de la *Revue de la Banque du Canada*, Lavigne, Mendes et Sarker (ci-après l'article de la *Revue* du printemps 2012) relèvent que les cadres de conduite de la

---

<sup>1</sup> Les banques centrales à l'étude sont les suivantes : la Banque de réserve d'Australie, la Banque du Canada, la Banque centrale européenne, la Banque du Japon, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, la Banque de Norvège, la Banque de Suède, la Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale des États-Unis.

politique monétaire ont été confrontés à des défis considérables, en particulier dans la foulée de la crise financière mondiale de 2007-2009. Ces défis demeurent en constante évolution : il subsiste une offre excédentaire considérable dans plusieurs pays, et un recul substantiel des taux d'inflation globale a été enregistré dans certaines économies à la suite de la dégringolade des prix du pétrole amorcée en 2014. Cette évolution a parfois aggravé le phénomène déjà présent de faiblesse prolongée de l'inflation fondamentale. S'ajoutent à cela, dans certaines économies, des préoccupations continues au sujet de la stabilité financière dans une conjoncture de taux d'intérêt bas.

Sur la question de savoir comment les banques centrales devraient faire face à ces défis, divers points de vue s'affrontent. Au vu des craintes suscitées par la faiblesse persistante de l'inflation, par exemple, d'aucuns ont avancé l'idée que les banques centrales devraient relever leur cible d'inflation (Blanchard, Dell'Ariccia et Mauro, 2010; Ball, 2014), tandis que d'autres estiment qu'elles s'exposeraient à une mise en cause de leur crédibilité, ce qui rendrait la stabilisation de l'inflation autour de la nouvelle cible plus difficile à réaliser (entre autres Mishkin, 2011). La place de la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire continue de nourrir un autre débat, entre, d'un côté, ceux qui, à l'instar de Svensson (2014), considèrent que la politique monétaire devrait rester centrée sur la stabilité des prix et, de l'autre, les tenants d'une plus grande prise en compte des cycles financiers dans les objectifs poursuivis (par exemple, Stein, 2013, et Borio, 2014).

Dans la pratique, la réponse des autorités monétaires à ces défis a varié en fonction de leur situation : annonce ou élargissement de programmes d'achat d'actifs; franchissement de la borne du zéro des taux d'intérêt, fixation de taux directeurs et de taux de rémunération des dépôts à la banque centrale négatifs dans certaines économies; intégration plus explicite de considérations de stabilité financière à la conduite de la politique monétaire. Quant aux mesures de l'inflation fondamentale, l'analyse exploratoire réalisée laisse entrevoir que l'ensemble d'indicateurs d'inflation fondamentale suivis par la plupart des banques centrales a peu changé. On observe tout au plus que ces dernières sont un peu moins enclines à privilégier une mesure en particulier et que leur attention se porte sur un ensemble d'indicateurs des tendances fondamentales de l'inflation.

◀ *La réponse des autorités monétaires à des défis en évolution constante a varié en fonction de leur situation.*

## Les régimes de ciblage de l'inflation dans un contexte de faiblesse prolongée de l'inflation

Depuis qu'est paru l'article de la *Revue* du printemps 2012, peu de changements ont été apportés à la cible d'inflation numérique ou à la variable prise comme cible dans les économies avancées (Tableau 1). Toutes ces cibles sont définies en fonction du taux d'augmentation d'un indice global des prix à la consommation et s'établissent aux environs de 2,0 à 2,5 %, quoique certaines banques centrales se reportent souvent à une mesure de la hausse des prix à la consommation qui exclut certaines des composantes les plus volatiles de l'indice lorsqu'elles présentent l'analyse qui sous-tend la politique monétaire (par exemple, la Banque de Suède, la Banque du Japon et, dans une moindre mesure, la Banque du Canada et la Banque de Norvège).

Le Japon est le seul pays à avoir modifié le niveau de son taux cible depuis le printemps 2012, le faisant passer de 1 à 2 % en janvier 2013, soit à un niveau comparable à ceux des cibles en vigueur dans la plupart des économies avancées. En annonçant ce changement, la Banque du Japon a évoqué la nécessité d'ancrer les attentes à un taux d'inflation soutenable et fait valoir que le taux d'inflation compatible avec la stabilité des prix dans

**Tableau 1 : Caractéristiques du cadre de conduite de la politique monétaire de certaines économies avancées**

Banque centrale	Adoption d'une cible d'inflation	Cible d'inflation actuelle	Variable cible	Modifications apportées depuis l'article de la <i>Revue</i> du printemps 2012 (mai 2012)
Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	mars 1990	Depuis 2012 : 2 % (point médian) de la fourchette de 1 à 3 % (adoptée, elle, en 2002; plusieurs ajustements antérieurs)	Indice des prix à la consommation (IPC)	Accent mis sur le point médian de la fourchette (depuis septembre 2012)
Banque du Canada	février 1991	2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 % (depuis la fin de 1995, après une période de transition amorcée en 1991)	IPC (une mesure de l'inflation fondamentale sert de guide à la conduite de la politique monétaire)	Aucun changement important
Banque d'Angleterre	octobre 1992	2 % (depuis 2004, après des réajustements successifs) (±1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)	IPC	Aucun changement important
Banque de Suède	janvier 1993	2 % (depuis 1995, après une période de transition, la marge de tolérance de ±1 point de pourcentage ayant été abolie en 2010)	IPC (l'accent est mis sur des mesures de l'inflation sous-jacente)	Aucun changement important
Banque de réserve d'Australie	mars 1993	2 à 3 % en moyenne sur l'ensemble du cycle économique (cible adoptée en 1993 et officiellement confirmée en 1996)	IPC	Aucun changement important
Banque centrale européenne <sup>a</sup>	janvier 1999	Inférieure à, mais proche de, 2 % (annonce officielle en 1999 et confirmation en 2003)	IPC harmonisé (IPCH)	Aucun changement important
Banque nationale suisse <sup>a</sup>	janvier 2000	Moins de 2 % (depuis 2000)	IPC	Aucun changement important
Banque de Norvège	mars 2001	Environ 2,5 % (depuis 2001) (±1 point de pourcentage, mais il ne s'agit pas d'une fourchette cible)	IPC (l'accent est mis sur une mesure de l'inflation fondamentale)	Aucun changement important
Réserve fédérale des États-Unis <sup>b</sup>	janvier 2012	2 % (depuis janvier 2012)	Indice de la dépense de consommation des ménages	Aucun changement important
Banque du Japon	février 2012	2 % (depuis janvier 2013)	IPC (l'accent est mis sur une mesure de l'inflation qui exclut les aliments frais)	Cible introduite en janvier 2013; de février 2012 à janvier 2013 : objectif de 1 %; objectif antérieur non défini, mais généralement interprété comme étant de zéro

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

b. La Réserve fédérale n'emploie pas le mot cible pour désigner son objectif d'inflation. Elle a cependant déclaré qu'un taux d'inflation de 2 % était à long terme l'objectif le plus compatible avec son mandat relatif à la stabilité des prix et à un taux d'emploi maximal.

Sources : Lavigne, Mendes et Sarker (2012) et sites Web des banques centrales

la durée augmenterait sous l'effet des efforts déployés pour renforcer la compétitivité et le potentiel de croissance du pays. L'autre évolution notable concerne la décision de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande de mettre l'accent sur le maintien de l'inflation moyenne future au voisinage de 2 %, soit le point médian de sa fourchette cible de 1 à 3 %, sanctionnée dans l'entente avec le gouvernement néo-zélandais sur les cibles d'inflation conclue en 2012<sup>2</sup>. Dans une communication subséquente, la Banque de réserve a laissé entendre que l'accent mis sur le point médian facilitait l'ancrage des anticipations autour de 2 %, ce qui permettrait de conforter la validité des prévisions malgré des écarts passagers de l'inflation par rapport

<sup>2</sup> Dans l'entente relative à la cible d'inflation précédente, celle de 2008, il était indiqué que la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande viserait un taux d'inflation observé moyen de l'ordre de 1 à 3 %, sans insistance particulière sur le point médian de cette fourchette. La taille de cette fourchette et ses valeurs limites inférieure et supérieure ont été plusieurs fois modifiées dans le passé à l'occasion de la conclusion de ces ententes.

à la fourchette cible, et contribuerait à éviter que les attentes ne se portent sur les limites inférieure et supérieure de cette fourchette (Ford, Kendall et Richardson, 2015)<sup>3</sup>.

## Évolution de la boîte à outils des autorités monétaires depuis 2012

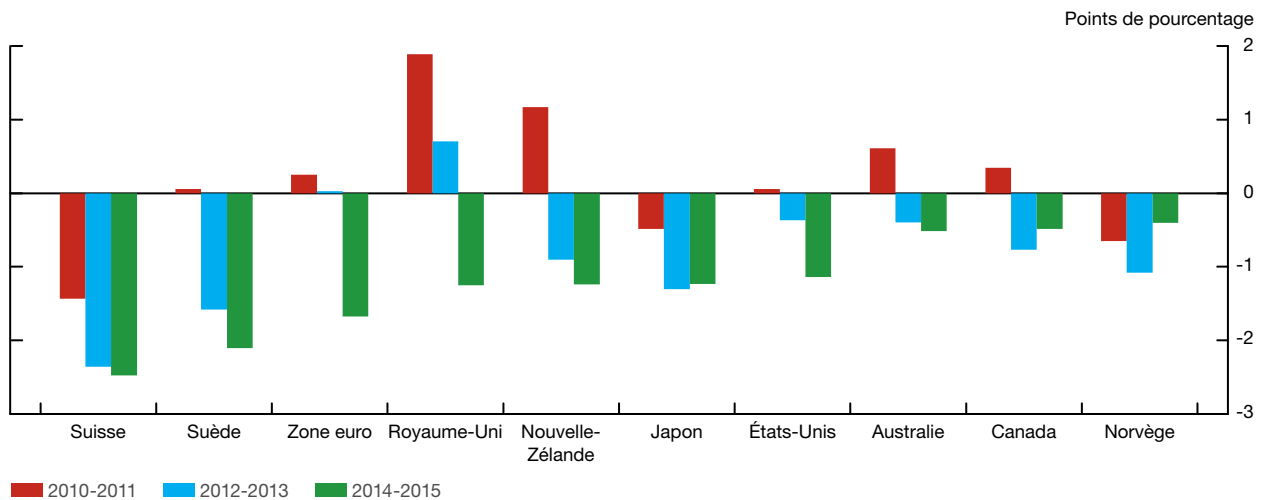
Les cibles d'inflation sont demeurées plus ou moins les mêmes, mais une palette de mesures novatrices de politique monétaire, tels les programmes d'achat d'actifs (dits « d'assouplissement quantitatif »), les taux d'intérêt négatifs, les indications prospectives et les politiques de change, sont venues compléter les mesures existantes de mise en œuvre des régimes de ciblage de l'inflation<sup>4</sup>. Ces nouveaux instruments ont fait leur apparition dans un contexte où l'inflation se situe bien en deçà de la cible dans nombre d'économies avancées et où les écarts par rapport à celle-ci se sont creusés depuis 2012 (Graphique 1).

◀ Les cibles d'inflation sont demeurées plus ou moins les mêmes, mais une palette de mesures novatrices de politique monétaire sont venues compléter les mesures existantes de mise en œuvre des régimes de ciblage de l'inflation.

Confrontées à la borne du zéro des taux d'intérêt et à la faiblesse persistante de l'inflation, la Banque centrale européenne (BCE), la Banque du Japon et la Banque de Suède ont lancé des programmes d'achat d'actifs, tandis que la Banque d'Angleterre a élargi le sien (Tableau 2). La mise en œuvre de ces programmes varie selon les banques centrales, notamment pour ce qui est de leur taille et de la prise simultanée d'autres mesures (taux directeurs négatifs, par exemple). Quoi qu'il en soit, l'atteinte de la cible d'inflation dans le contexte économique actuel est invoquée par les banques centrales comme la principale raison d'être de ces programmes. Leur efficacité et leurs limites sont analysées dans un autre article de la présente livraison (Santor et Suchanek, 2016).

### Graphique 1 : Écart de l'inflation globale par rapport à la cible dans les économies avancées

Moyenne des données mensuelles



Nota : L'écart de l'inflation globale par rapport à la cible est fondé sur l'évolution de l'indice des prix relatif aux dépenses des ménages aux États-Unis, de l'indice des prix à la consommation harmonisé dans la zone euro et de l'IPC dans tous les autres pays. Un objectif d'inflation variable dans le temps est utilisé comme cible pour le Japon (objectif de 2 % depuis janvier 2013, de 1 % de février à décembre 2012 et de zéro avant février 2012).

Sources : sources nationales par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : décembre 2015

<sup>3</sup> Une analyse de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande confirme que le taux d'inflation attendu à long terme a effectivement évolué à la baisse pour se rapprocher du point médian de 2 % depuis que la banque centrale a introduit la référence au point médian dans la définition de sa cible d'inflation, en 2012 (Lewis, 2016).

<sup>4</sup> Depuis 2012, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque centrale européenne ont aussi lancé des programmes de prêts ciblés comme moyens d'assouplir les conditions du crédit et d'améliorer le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

**Tableau 2 : Principales modifications apportées aux programmes d'achat d'actifs depuis l'article de la Revue du printemps 2012**

Banque centrale	Date de mise en œuvre	Modification apportée au programme d'achat d'actifs (PAA)	Motif <sup>a</sup>
Banque d'Angleterre	juillet 2012	Accroissement de la taille du PAA	Équilibrer les risques pesant sur les perspectives d'inflation se situant autour de 2 % à moyen terme.
Banque du Japon	avril 2013	Lancement d'un programme d'assouplissement monétaire quantitatif et qualitatif (le rythme des achats et l'échéance moyenne des titres acquis ont augmenté depuis)	Atteindre la cible de stabilité des prix et maintenir l'inflation à ce taux.
Réserve fédérale des États-Unis	décembre 2013 à octobre 2014	Ralentissement progressif du PAA	Faire évoluer l'emploi vers son niveau maximal, faire en sorte que l'amélioration de la situation du marché du travail se poursuive et que l'inflation se rapproche de l'objectif de long terme poursuivi.
Banque centrale européenne	octobre 2014	Mise en œuvre du PAA	Étayer solidement l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen et long terme.
	mars 2015, mars 2016	Élargissement du PAA  Sont ajoutés à la liste des actifs admissibles les titres du secteur public (mars 2015) et les obligations de bonne qualité libellées en euros, émises par des sociétés non bancaires établies dans la zone euro (mars 2016)	Favoriser une correction durable de la trajectoire d'inflation conforme avec l'objectif d'inflation.  Contribuer à l'assouplissement des conditions du crédit à l'économie réelle.
Banque de Suède	février 2015	Lancement du PAA (la taille du programme a été élargie graduellement depuis)	Préserver le rôle de la cible d'inflation comme point d'ancrage nominal pour la formation des prix et des salaires.

a. Est présenté sous la rubrique « Motif » l'objectif que la banque centrale a dit défendre au moment de l'annonce par voie de communiqué de la prise de mesures de politique monétaire non traditionnelles.

Sources : Communiqués et sites Web des banques centrales

La Réserve fédérale s'est pour sa part résolument engagée dans un programme d'achat d'actifs de grande ampleur, et l'a fait plus tôt que nombre d'autres banques centrales. Le redressement plus rapide que dans d'autres économies avancées des anticipations d'inflation et des conditions sur le marché du travail reflète d'ailleurs en partie les résultats de cette action. La Réserve fédérale a ainsi pu commencer à diminuer le rythme de ses acquisitions à partir de décembre 2013, au moment où d'autres banques centrales en étaient encore à amplifier leur propre programme. Elle a acheté des actifs pour la dernière fois en octobre 2014.

Les taux d'intérêt négatifs constituent un autre type d'instruments de politique monétaire non traditionnelle auquel de nombreuses autorités monétaires ont eu recours à compter du milieu de 2014<sup>5</sup>, qu'il s'agisse de rémunération négative des dépôts à la banque centrale (Suisse, Suède, zone euro et Japon) ou de l'adoption de taux directeurs négatifs (Suède et Suisse)<sup>6</sup>. Comme le souligne Jackson (2015), les raisons qui ont conduit à opter pour le passage des taux d'intérêt en territoire négatif diffèrent d'une banque centrale à l'autre. Cependant, la nécessité de faire augmenter le taux d'inflation afin d'atteindre la cible est un motif fréquemment invoqué. La logique économique qui sous-tend l'adoption d'une telle mesure et les considérations pratiques de sa mise en œuvre sont traitées dans une étude distincte de la présente livraison (Witmer et Yang, 2016).

Les indications prospectives, soit les déclarations explicites des banques centrales concernant la trajectoire future des taux d'intérêt, est un autre instrument utilisé pour accentuer la relance monétaire. Des indications

<sup>5</sup> Ce n'est pas la première fois qu'une politique de taux d'intérêt négatifs était adoptée. Les taux de rémunération des dépôts à la Banque de Suède ont ainsi été négatifs de juillet 2009 à septembre 2010, et à la Banque nationale du Danemark, de juillet 2012 à avril 2014.

<sup>6</sup> La banque centrale danoise a aussi décidé de pratiquer un taux de rémunération des dépôts négatif en septembre 2014. Du fait que les banques centrales qui ont opté pour un régime de ciblage de l'inflation forment l'objet de notre étude, la Banque nationale du Danemark s'en trouve exclue.

prospectives de formes et d'horizons variés ont vu le jour depuis 2012, et cette méthode a notamment été utilisée par les banques centrales des États-Unis, de la zone euro, du Japon, du Royaume-Uni et de la Suède<sup>7</sup>. Dans leur panorama de l'expérience internationale des indications prospectives, Charbonneau et Rennison (2015) concluent à l'utilité de ces signaux dans la mesure où ils sont clairement communiqués et perçus comme crédibles, mais précisent toutefois que leur efficacité doit être mise en balance avec les coûts qui leur sont associés.

Certaines banques centrales ont aussi modifié leur politique de taux de change. Ainsi, la Banque nationale suisse a instauré un taux plancher en 2011 pour contrer le risque de spirale déflationniste résultant de la surévaluation du franc suisse. En janvier 2015, elle a pris la décision d'abandonner ce taux plancher après avoir constaté le caractère économiquement insoutenable de cette mesure, compte tenu de la faiblesse de l'euro. La Banque nationale suisse a fait savoir qu'elle comptait continuer de prendre en considération le taux de change dans la formulation de sa politique monétaire<sup>8</sup>. Par ailleurs, en janvier 2016, le Conseil de direction de la Banque de Suède s'est donné la capacité d'intervenir spontanément sur le marché des changes, au besoin, en complément à la mise en œuvre d'autres mesures visant l'atteinte de son objectif d'inflation.

## L'inflation fondamentale : mesure et communications

De fortes variations de l'indice global des prix à la consommation (IPC global) sont inéluctables à cause de la volatilité des prix d'un petit nombre de biens et de services compris dans cet indice. C'est pourquoi, dans la conduite de la politique monétaire, de nombreuses banques centrales prennent souvent comme guides des mesures de l'inflation plus indicatives des tensions sous-jacentes qui s'exercent sur les prix (l'« inflation sous-jacente »). Les mesures les plus courantes sont celles qui excluent de l'IPC global les rubriques dont les mouvements sont les plus erratiques, soit bien souvent l'énergie et les produits alimentaires (**Tableau 3**). L'utilisation de ces indicateurs s'est révélée particulièrement utile pour quantifier et expliquer les chocs d'inflation globale ces dernières années, étant donné les larges fluctuations observées des prix de l'énergie et des taux de change.

Depuis 2012, l'ensemble d'indicateurs d'inflation fondamentale suivis par la plupart des banques centrales a peu évolué. Certaines, celles du Canada, du Royaume-Uni, de la zone euro et du Japon, par exemple, ont cependant quelque peu élargi leur perspective et se focalisent moins sur une mesure en particulier que sur une gamme de mesures, tandis que d'autres ont fait le choix inverse (c'est le cas des autorités monétaires de la Norvège et de l'Australie). Il arrive souvent que ces changements ne s'accompagnent d'aucune annonce ou explication officielle, et on ne sait s'il s'agit de changements permanents. Le **Tableau 3** s'attache donc à décrire les indicateurs d'inflation fondamentale retenus par les banques centrales sans s'attarder aux raisons possibles d'un tel choix.

Une façon d'évaluer le changement dans l'importance accordée à des indicateurs plutôt qu'à d'autres consiste à analyser la fréquence d'emploi de termes qui ont un lien avec l'inflation fondamentale dans les communications des banques centrales (**Encadré 1**). On désigne parfois par le vocable « analyse

◀ *De nombreuses banques centrales prennent souvent comme guides des mesures de l'inflation plus indicatives des tensions sous-jacentes qui s'exercent sur les prix (l'« inflation sous-jacente »).*

<sup>7</sup> Certaines de ces banques centrales ont recouru aux indications prospectives avant 2012, ainsi que l'a fait la Banque du Canada d'avril 2009 à avril 2010.

<sup>8</sup> Depuis novembre 2013, la Banque nationale tchèque a aussi instauré un taux plancher de 27 couronnes tchèques pour un euro comme outil supplémentaire de la politique monétaire. Elle a déclaré que l'affaiblissement du taux de change ne tient pas tant aux préoccupations suscitées par un taux de change volatil qu'à la volonté de ramener l'inflation à la cible et d'éviter une spirale déflationniste.

de densité de mots-clés » cette méthode couramment utilisée en analyse des médias sociaux. Ce type d'analyse forme un sous-domaine du champ plus vaste de l'analyse textuelle, méthode de plus en plus utilisée dans la littérature économique et financière. Malgré la simplicité et le caractère exploratoire de notre analyse, quelques constats s'en dégagent<sup>9</sup> :

1. Le nombre d'occurrences de termes précis dans les rapports sur la politique monétaire de chacune des banques centrales considérées signale la persistance de différences considérables entre celles-ci pour ce qui

**Tableau 3 : Mesures de l'inflation fondamentale de certaines banques centrales d'économies avancées**

Banque centrale	Types de mesure (soulignement : la mesure phare) <sup>a</sup>	Modifications apportées depuis l'article de la <i>Revue</i> du printemps 2012
Banque de réserve de Nouvelle-Zélande	Mesure fondée sur un modèle (modèle factoriel à deux secteurs), moyenne tronquée, médiane pondérée	Le modèle factoriel à deux secteurs a été modifié en 2013. Un graphique illustrant d'autres mesures de l'inflation a cessé d'être publié dans le <i>Monetary Policy Statement</i> à la fin 2014, alors qu'il l'était régulièrement auparavant.
Banque du Canada	Mesure fondée sur l'exclusion de composantes (l'IPCX : l'IPC hors huit de ses composantes les plus volatiles), moyenne tronquée, pondération en fonction de la volatilité, moyenne pondérée, modèle factoriel	De nombreux rapports sur la politique monétaire publiés depuis avril 2012 renforcent un graphique comparatif d'autres mesures de l'inflation fondamentale. Figure parmi celles-ci depuis la fin de 2013 une mesure qualifiée de « composante commune ». Le nombre de mentions diverses de l'« inflation sous-jacente » a augmenté en 2014 jusqu'au milieu de 2015 environ.
Banque d'Angleterre	Mesure fondée sur l'exclusion de composantes	L'inflation fondamentale est de plus en plus souvent mentionnée dans l' <i>Inflation Report</i> et dans les procès-verbaux du Comité de la politique monétaire depuis le milieu de 2014. D'autres mesures ont aussi été publiées dans le rapport sur l'inflation d'août 2015, mais elles ne paraissent pas encore régulièrement dans les communications.
Banque de Suède	Mesure fondée sur l'exclusion de composantes (le CPIF : l'IPC intégrant des intérêts hypothécaires à taux fixe), moyenne tronquée, pondération en fonction de la volatilité	L'accent est plus souvent mis sur le CPIF hors énergie depuis le début de 2015. Le terme <i>underlying inflation</i> (inflation sous-jacente) utilisé pour désigner le taux « d'inflation durable » ou « d'inflation tendancielle » est de plus en plus employé depuis 2014.
Banque de réserve d'Australie	Moyenne tronquée, mesure fondée sur l'exclusion de composantes, médiane pondérée	Il est habituellement question dans les communications de « l'inflation sous-jacente » ou d'un ensemble de mesures de cette grandeur. Depuis le milieu de 2013, l'accent est mis davantage sur la moyenne tronquée dans les déclarations sur la politique monétaire.
Banque centrale européenne	Une mesure fondée sur l'exclusion de composantes (l'IPCHX, c.-à-d., l'IPCH hors produits alimentaires et énergie) est souvent utilisée pour mesurer l'évolution sous-jacente de l'inflation.	Dans la livraison de décembre 2013 du <i>Monthly Bulletin</i> , il est précisé que les sous-indices de l'ICPH fournissent des informations sur la dynamique sous-jacente de l'inflation globale, mais qu'ils ne constituent pas une mesure officielle pour l'inflation sous-jacente. D'autres mesures ont aussi été publiées dans l' <i>Economic Bulletin</i> de juillet 2015, mais elles ne font pas encore l'objet d'une publication régulière.
Banque nationale suisse	Mesure fondée sur l'exclusion de composantes, moyenne tronquée	Il est un peu moins question de mesures de l'inflation fondamentales précises depuis 2012.
Banque de Norvège	Mesure fondée sur l'exclusion de composantes (le CPI-ATE : l'IPC corrigé des variations de la fiscalité et hors produits énergétiques), moyenne tronquée, médiane pondérée	L'accent est mis un peu plus sur le CPI-ATE que sur les autres mesures, en particulier depuis, environ, le milieu de 2013.
Réserve fédérale des États-Unis	Mesure fondée sur l'exclusion de composantes (le core PCEPI, un indice de la dépense de consommation des ménages « fondamentale »), moyenne tronquée, médiane pondérée, modèle factoriel	Aucune modification importante n'a été observée depuis 2012. Des mesures autres que le core PCEPI sont mentionnées de temps à autre dans les rapports sur la politique monétaire déposés devant le Congrès (p. ex., IPC hors produits alimentaires et énergie, moyenne tronquée), mais elles ne paraissent pas régulièrement dans ces rapports.
Banque du Japon	Mesure fondée sur l'exclusion de composantes (IPC hors produits alimentaires frais), moyenne tronquée	L'accent a été mis davantage sur d'autres mesures dans la dernière année, notamment une mesure nouvelle, la médiane pondérée ( <i>Outlook Report</i> d'octobre 2015); on ne sait pas encore si ces mesures seront publiées régulièrement dans l'avenir.

a. D'après la recension effectuée par Khan, Morel et Sabourin (2015) des mesures de l'inflation fondamentale les plus couramment citées dans les communications des banques centrales. L'insistance des banques centrales sur une mesure en particulier varie de l'une à l'autre.

Sources : Khan, Morel et Sabourin (2015) et sites Web des banques centrales

<sup>9</sup> Les termes employés pour désigner l'inflation fondamentale varient d'une banque centrale à l'autre. Sauf indication contraire, le terme « inflation fondamentale » s'entend également des notions apparentées, y compris l'inflation sous-jacente et les indicateurs particuliers d'inflation fondamentale utilisés par les différentes banques centrales.

Encadré 1

## La méthodologie d'analyse des communications relatives à l'inflation fondamentale

Une version simplifiée de la méthode de recherche plein texte a été utilisée pour calculer la fréquence à laquelle des termes relatifs à l'inflation fondamentale reviennent dans les rapports sur la politique monétaire publiés par les banques centrales<sup>1,2</sup>. Ces rapports ont été choisis parce qu'ils renferment des analyses détaillées de la conjoncture économique et, de ce fait, devraient rendre compte de l'évolution dans le temps de la façon dont les banques centrales calculent l'inflation fondamentale et traitent ce sujet. La recherche portait sur une sélection de termes employés respectivement par chaque banque centrale pour désigner sa « mesure phare » de l'inflation fondamentale<sup>3</sup>. En cas de

doute quant à la mesure discutée dans la communication d'une banque centrale — sa mesure phare ou l'inflation fondamentale en général —, nous avons usé de la plus grande prudence dans notre interprétation des mentions de la mesure phare. Les résultats de la démarche sont présentés dans le **Graphique 2**.

Cette méthode comporte des limites : d'abord, la recherche par mots-clés ne permet pas de repérer les références indirectes à la notion d'inflation fondamentale. Élargir la série de mots-clés présente cependant l'inconvénient de laisser une plus grande place au jugement pour évaluer ce qui doit être considéré comme une mention pertinente de l'inflation fondamentale. Ensuite, ce type de recherche ne permet pas de distinguer l'évolution de l'inflation fondamentale selon qu'il s'agit de la sphère nationale ou de la sphère internationale, qui sont toutes deux abordées dans les rapports sur la politique monétaire de plusieurs banques centrales. Enfin, cette méthode n'appréhende pas parfaitement le contexte dans lequel sont utilisés les termes à l'étude et ne peut donc pas mettre en évidence des changements plus nuancés dans la façon dont l'inflation fondamentale est traitée au fil du temps dans les communications au sujet de la politique monétaire.

1 Les sujets abordés dans les communications des banques centrales ont fait l'objet de plusieurs études lexicométriques fondées sur une gamme de méthodes statistiques. Certaines ont recours aux techniques de l'analyse sémantique latente pour identifier des thèmes communs à tous les textes (par exemple, Hendry et Madeley, 2010; Boukus et Rosenberg, 2006), tandis que d'autres présentent un simple calcul du nombre d'occurrences des termes recherchés (par exemple, Peek, Rosengren et Tootell, 2015; Berger, de Haan et Sturm, 2011).

2 La recherche effectuée dans les textes (en anglais) faisait abstraction de la ponctuation et des majuscules et portait sur les racines et termes suivants : underlying inflation, core inflation, core CPI, core PCE, factor model, trimmed mean, weighted median, CPI EX, CPI ATE, CPI AT, CPI AE, CPI M, CPI FW, CPI F, und24, trim85, tm15, sfso1, sfso2, CPI X, CPI XFET, CPI W, meanstd, common component, component weights in CPI, sticky CPI components, diffusion index, HICP inflation ex, HICP ex, HICPX, CPI less, less fresh food, less food and energy, excluding food and energy, median CPI, underlying price, underlying trend in prices, underlying trend in inflation, underlying trend of inflation.

3 Nous avons effectué la recherche à partir des mots-clés suivants : trimmed mean (Banque de réserve d'Australie), CPI X, core CPI (Banque du Canada), HICPX, HICP ex, HICP inflation ex (Banque centrale européenne), less fresh food, core CPI (Banque du Japon), factor model (Banque de réserve de Nouvelle-Zélande), CPI ATE (Banque de Norvège), CPI F (Banque de Suède), core inflation rate 1, SF SO1, trimmed mean, TM15 (Banque nationale suisse), core CPI (Banque d'Angleterre), core PCE, core personal, excluding food and energy (Réserve fédérale des États-Unis).

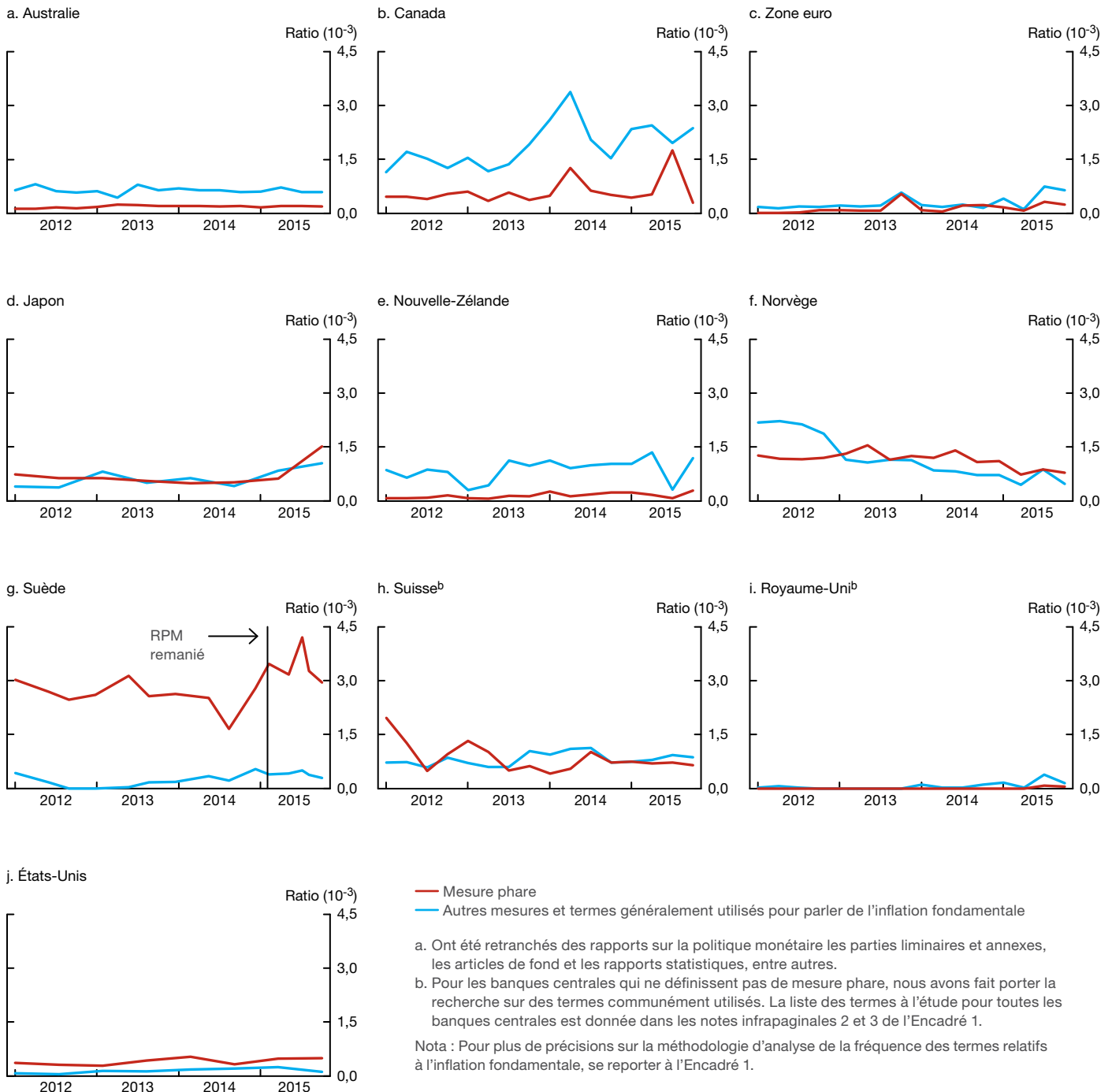
est de la fréquence d'apparition de termes liés à l'inflation fondamentale, l'importance relative accordée à une mesure phare et leur évolution dans le temps (**Graphique 2**). De manière générale, il semble être fréquemment question de l'inflation fondamentale dans les rapports sur la politique monétaire publiés dans les petites économies ouvertes (par exemple le Canada, la Suède, la Norvège et, dans une moindre mesure, l'Australie et la Nouvelle-Zélande) et, depuis peu surtout, au Japon. Il se peut que cela tienne au fait que les petites économies ouvertes sont exposées aux chocs d'origine étrangère, y compris ceux qui influent sur l'inflation globale. L'étude de ce lien pourrait constituer une piste de recherche intéressante.

2. Dans plusieurs cas, les pics observés dans les données illustrées dans le **Graphique 2** peuvent être attribués à la présence de textes explicatifs présentés sous forme d'encadrés dans les rapports sur la politique monétaire. Ces textes abordent divers sujets liés à l'inflation fondamentale, entre autres les effets de la transmission des variations du taux de change (rapport de la Banque du Canada de juillet 2015), les prix de l'énergie (rapport de la BCE de juillet 2015, dans lequel les mouvements



## Graphique 2 : Termes relatifs à l'inflation fondamentale dans les rapports sur la politique monétaire (RPM) des banques centrales, 2012-2015<sup>a</sup>

Ratio du nombre de termes relatifs à l'inflation fondamentale au nombre de mots total; la mesure phare et la fréquence des données varient d'une banque centrale à l'autre



Source : analyse par la Banque du Canada des rapports sur la politique monétaire publiés par les banques centrales suivantes : Banque de réserve d'Australie (*Statement on Monetary Policy*), Banque du Canada (*Monetary Policy Report*), Banque centrale européenne (*Monthly Bulletin* de la BCE, livraisons de mars, juin, septembre et décembre, de 2012 à 2014; *Economic Bulletin* de la BCE, livraisons de 2015), Banque du Japon (*Outlook Report*), Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (*Monetary Policy Statement*), Banque de Norvège (*Monetary Policy Report*), Banque de Suède (*Monetary Policy Report*; les mises à jour (*Monetary Policy Updates*) ont été exclues en raison du nombre de mots très inférieur à celui du rapport), Banque nationale suisse (*Quarterly Bulletin*), Banque d'Angleterre (*Inflation Report*), Réserve fédérale des États-Unis (*Monetary Policy Report to Congress*)

Dernière observation : décembre 2015

des prix du pétrole sont cités comme étant l'un des principaux déterminants de l'évolution de l'inflation sous-jacente), l'offre excédentaire (rapport d'avril 2014 de la Banque du Canada), ainsi que la comparaison de diverses mesures de l'inflation fondamentale (par exemple la BCE en décembre 2013 et la Banque du Japon en octobre 2015). Signalons que des sujets peuvent être traités dans les rapports sur la politique monétaire des banques centrales même quand aucun pic observable ne ressort des données représentées.

3. La fréquence d'apparition des termes relatifs à l'inflation fondamentale dans les communications de la plupart des banques centrales sur la politique monétaire semble être demeurée relativement constante depuis 2012, malgré la faiblesse prolongée de l'inflation et de divers chocs des prix de produits de base dans nombre d'économies avancées au cours de cette période (**Graphique 2**). Fait figure d'exception la Banque de Norvège, qui a traité de moins en moins souvent depuis 2012 des indicateurs d'inflation fondamentale autres que sa mesure phare (l'IPC corrigé des variations de la fiscalité et hors produits énergétiques ou CPI-ATE)<sup>10</sup>. Se distingue aussi la Banque du Japon, qui, en 2015, a mentionné plus fréquemment dans ses communications sa mesure phare aussi bien que les autres mesures de l'inflation fondamentale, ce qui tient en partie à l'importance accrue accordée à l'inflation fondamentale hors énergie, dont le taux a dépassé celui de l'inflation globale en raison des effets du recul des prix de l'énergie<sup>11</sup>. La fréquence des mentions d'une autre mesure présentée comme « l'inflation sous-jacente » qui s'ajoutent à celles d'une mesure particulière ou les remplacent a elle aussi augmenté dans les communications d'autres banques centrales (par exemple, la Banque de Suède en 2014 et la Banque du Canada de 2014 jusqu'à la mi-2015 environ)<sup>12</sup>.
4. Dans les cas où la mesure phare comprend les prix de l'énergie (Banque de Suède et Banque du Japon), des variantes définies en retirant cette composante ont été de plus en plus souvent discutées dans les communications sur la politique monétaire au cours de la dernière année. Compte tenu des variations importantes des prix de l'énergie enregistrées depuis deux ans, ces mesures de l'inflation fondamentale permettent de mieux distinguer les effets, sur les tensions inflationnistes sous-jacentes, de chocs transitoires de prix (tel le choc des prix des produits de base) de ceux d'un choc plus fondamental.

## Considérations de stabilité financière

Toutes les banques centrales contribuent dans une certaine mesure à la stabilité du système financier par leur évaluation des vulnérabilités et leur analyse des risques, ainsi que par leurs activités en matière de résolution de crise, par exemple en tant que prêteurs de dernier ressort. Cinq des dix institutions à l'étude ont également comme mandat officiel de favoriser la stabilité financière.

◀ *Toutes les banques centrales contribuent dans une certaine mesure à la stabilité du système financier, et cinq des dix institutions à l'étude ont également comme mandat officiel de favoriser la stabilité financière.*

<sup>10</sup> Une autre mesure phare, le CPIXE (IPC corrigé des variations de la fiscalité et hors variations temporaires des prix de l'énergie) avait été adoptée en 2008 en réaction au fait que le CPI-ATE sous-estimait l'inflation globale en raison de la tendance haussière persistante des prix de l'énergie (Nordbø, 2008). La focalisation sur le CPI-ATE au lieu du CPIXE au milieu de l'année 2013 a coïncidé avec des révisions d'ordre méthodologique visant à réduire la volatilité inhérente au calcul du CPIXE, mais on ignore si ces deux évolutions sont reliées.

<sup>11</sup> On observe une augmentation du nombre d'occurrences des termes liés à l'inflation fondamentale employés par la Banque du Japon en 2015 en raison de l'inclusion, dans la publication que celle-ci consacre à ses perspectives, d'un encadré sur l'évolution de l'inflation sous-jacente.

<sup>12</sup> S'agissant de la Banque du Canada, le terme « inflation sous-jacente » a été employé dans l'analyse des effets passagers des variations du taux de change et de facteurs sectoriels précis qui pourraient influencer sur les mesures de l'inflation fondamentale.

À une exception près, les dix banques centrales examinées dans le présent article publient un rapport sur la stabilité financière, ou un document équivalent, dans lequel elles passent en revue et analysent l'évolution de la situation au sein du système financier et les risques auxquels il est exposé. Aux États-Unis, ce contenu est intégré au rapport annuel du Financial Stability Oversight Council (dont la Réserve fédérale est membre) publié depuis 2011.

Par ailleurs, plusieurs banques centrales contribuent à la stabilité financière par l'entremise des politiques microprudentielle et macroprudentielle. Certaines de ces institutions sont le principal organe responsable de la politique macroprudentielle (c'est le cas, par exemple, de la Banque d'Angleterre et de la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande depuis 2013), alors que, dans les pays où plusieurs institutions assument conjointement la responsabilité de la politique macroprudentielle, certaines banques centrales se sont vu confier un rôle spécifique à l'appui de la stabilité du système financier (la Banque de Norvège a ainsi été chargée de formuler des conseils sur le niveau du volant de fonds propres contracyclique en 2013, et la BCE, d'assurer la supervision des grandes banques de la zone euro en novembre 2014, lors de l'entrée en vigueur du Mécanisme de surveillance unique).

### Intégrer les considérations liées à la stabilité financière aux décisions de politique monétaire

Les banques centrales peuvent aussi répondre aux préoccupations concernant la stabilité financière au moyen même de la politique monétaire, c'est-à-dire en tenant compte de l'aggravation des déséquilibres financiers lorsqu'elles fixent le taux directeur. Les travaux menés par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) valident cette approche, la BRI estimant que les cadres de politique monétaire devraient plus systématiquement prendre en compte les cycles financiers en raison de l'incidence de la politique sur la stabilité du système financier (voir par exemple Borio, 2014). L'article de la *Revue* du printemps 2012 brosse un tableau général des banques centrales qui ont pris des dispositions pour intégrer les considérations touchant la stabilité financière à la conduite de la politique monétaire. Quelques exemples d'initiatives prises par la suite sont exposés ci-après.

Concrètement, la Banque de Norvège a défini, dans son rapport sur la politique monétaire de mars 2012, l'un des cadres qui intègrent le plus explicitement à la politique monétaire les considérations de stabilité financière. Dans ce document, elle énonce des critères régissant une trajectoire appropriée des taux d'intérêt et une fonction de perte correspondante, revus de manière à prendre en compte la contribution potentielle de bas taux d'intérêt à l'accentuation des déséquilibres financiers. La Banque d'Angleterre a pour sa part lié formellement la conduite de sa politique monétaire et la stabilité financière pour une période déterminée<sup>13</sup>. Son comité de la politique monétaire énonçait, dans sa déclaration d'août 2013, trois conditions pour le dénouement (*knockout conditions*) de son engagement à l'égard du taux : l'une de ces conditions prévoyait la possibilité de relever le taux directeur si le comité jugeait que l'orientation de la politique monétaire constituait une menace importante pour la stabilité financière, menace ne pouvant être endiguée par des mesures réglementaires.

<sup>13</sup> Pour les périodes subséquentes, la Banque d'Angleterre a aussi prévu des façons d'atténuer les risques pour la stabilité monétaire et financière par la mise en œuvre coordonnée des outils à sa disposition (voir entre autres Carney, 2014).

D'autres banques centrales appliquent des cadres de politique monétaire qui prennent en compte à des degrés divers les considérations de stabilité financière et ont décrit ce lien dans leurs discours et autres communications au sujet de la politique monétaire. La Banque du Japon, par exemple, a indiqué que la conduite de sa politique monétaire s'inscrivait dans un cadre prévoyant l'examen de facteurs de risque, notamment ceux qui sont liés aux déséquilibres financiers, et de l'évolution macroéconomique (Sato, 2014). La Banque du Canada fonde la conduite de sa politique monétaire sur un cadre de gestion des risques dans lequel différents ensembles de risques (y compris les risques menaçant la stabilité financière) sont mis en balance avec les risques pesant sur la stabilité des prix. Quand elle dispose de la marge de manœuvre nécessaire pour ramener l'inflation à la cible dans un délai raisonnable, la Banque peut adopter les tactiques voulues pour atténuer tout effet potentiellement néfaste à la stabilité financière (Poloz, 2014).

Les banques centrales ont aussi signalé des cas où les préoccupations au sujet de la stabilité financière ont été prises en considération dans leurs décisions de politique monétaire dans les communiqués connexes. Ainsi, dans ses communiqués sur le taux directeur publiés depuis la fin de 2012, la Banque du Canada indique régulièrement que, entre autres aspects de la conjoncture économique, elle a pris en considération les déséquilibres au sein du secteur des ménages et d'autres risques pesant sur la stabilité financière. Autre exemple notable, depuis fin 2012, la Banque de Suède fait mention de l'évolution de l'endettement des ménages assez régulièrement dans ses communiqués sur la politique monétaire. À quelques occasions au cours des dernières années, la majorité des autres banques centrales ont aussi abordé dans une certaine mesure la stabilité financière dans leurs communiqués relatifs à la politique monétaire<sup>14</sup>.

Même lorsque leurs décisions de politique n'intègrent pas directement les risques pesant sur la stabilité financière, les autorités monétaires se servent de leurs discours et de leurs communications pour attirer l'attention sur ces questions et, dans certains cas, présenter les mesures qu'elles pourraient prendre pour y répondre. Par exemple, les représentants de la Réserve fédérale des États-Unis ont expliqué, dans de récents discours, que la politique monétaire reste axée sur son objectif primordial de stabilité des prix et de la production à l'appui de la stabilité financière (Yellen, 2014), mais qu'elle pourrait s'en écarter à l'avenir dans l'hypothèse où les déséquilibres financiers se creuseraient rapidement (Brainard, 2014). La Banque de réserve d'Australie a également profité de ses discours pour informer le public d'enjeux liés à la stabilité financière et du rôle qu'elle joue pour y répondre (Ellis, 2014; Edey, 2013). Depuis 2014, la Banque de Suède a inclus dans nombre de ses rapports sur la politique monétaire une évaluation des mesures macroprudentielles prises par l'autorité de surveillance financière (la Finansinspektionen) ainsi que des recommandations connexes; en outre, dans les rapports publiés depuis octobre 2015, elle exhorte le gouvernement à clarifier le mandat de la Finansinspektionen dans le domaine de la politique macroprudentielle. Pour sa part, la BCE est d'avis que les autorités monétaires devraient demeurer centrées sur le maintien de la stabilité des prix, et s'appuyer sur la politique macroprudentielle afin de contrer les risques pour la stabilité financière (Constâncio, 2015).

◀ *Les banques centrales ont aussi signalé des cas où les préoccupations au sujet de la stabilité financière ont été prises en considération dans leurs décisions de politique monétaire dans les communiqués connexes*

◀ *Même lorsque leurs décisions de politique n'intègrent pas directement les risques pesant sur la stabilité financière, les autorités monétaires se servent de leurs discours et de leurs communications pour attirer l'attention sur ces questions et, dans certains cas, présenter les mesures qu'elles pourraient prendre pour y répondre.*

<sup>14</sup> Nous ne pouvons comparer directement la façon dont les différentes banques centrales expriment les préoccupations relatives à la stabilité financière dans leurs communiqués sur la politique monétaire, étant donné l'absence d'uniformité de ces documents sur les plans de la longueur, du niveau de détail et de la fréquence de publication.

Dans certains cas, l'interprétation et la communication par les banques centrales de l'interaction entre la stabilité financière et la politique monétaire suivent de près l'évolution de leur contribution à la stabilité financière en général. Par exemple, en mai 2013, après avoir signé avec le ministre des Finances un protocole d'entente quinquennal contenant les lignes directrices et les modalités de gouvernance qu'elle doit respecter en matière de politique macroprudentielle, la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande expliquait, dans un document de principe, qu'elle arrêterait ses décisions de politique monétaire en tenant compte des interactions entre la politique monétaire et les modifications de la politique macroprudentielle.

À l'instar de la Banque du Canada, les autorités monétaires de plusieurs pays procèdent à un examen périodique de leur cadre de politique monétaire (ou confient ce travail à d'autres organismes)<sup>15</sup>. Ces examens font ressortir l'influence accrue des considérations liées à la stabilité financière sur la façon dont les banques centrales interprètent leur cadre de politique monétaire<sup>16</sup>. Selon les conclusions d'une analyse de la politique monétaire mise en œuvre par la Banque de Suède entre 2010 et 2015, les enjeux de stabilité financière ont amené cette dernière, à partir de 2012, à relever son taux pour les opérations de pension plus que ne le justifiait le seul ciblage de l'inflation. Les auteurs de l'étude ont avancé que cette évolution tenait en partie à l'absence d'attribution claire des responsabilités à l'égard de la stabilité financière et de la politique monétaire entre les différentes autorités suédoises. Ils ont recommandé que le gouvernement mette en place un cadre macroprudentiel et clarifie le rôle de la banque centrale au sein de ce cadre et à l'égard de la stabilité financière en général (Goodfriend et King, 2015)<sup>17</sup>.

## Conclusion

Les cibles d'inflation dans les économies avancées n'ont pratiquement pas changé ces dernières années; seule la Banque du Japon a modifié sa cible chiffrée en 2012, et il s'agissait en fait d'une harmonisation avec les pratiques en vigueur dans les autres pays. Toutefois, d'autres aspects des cadres de politique monétaire ont évolué en réaction aux défis que doivent relever les banques centrales. Ainsi, certaines d'entre elles ont innové et intégré à leur trousse d'outils de politique monétaire des mesures non traditionnelles afin de parvenir à atteindre leur cible sur fond de pressions désinflationnistes persistantes. Ces instruments ont été mis en œuvre parfois individuellement, parfois dans le cadre d'un train de mesures. Ces différences devraient permettre d'obtenir des renseignements supplémentaires sur l'efficacité des outils non traditionnels.

Dans un contexte de basse inflation et de mesures de relance monétaire vigoureuses, certaines banques centrales ont aussi joué un rôle plus étendu sur le plan de la stabilité financière depuis 2012 en exerçant une plus grande autorité au chapitre des politiques microprudentielle et macroprudentielle, et également en accordant plus d'importance aux considérations liées à la stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire.

---

<sup>15</sup> Le Tableau 1, dans Lavigne, Mendes et Sarker (2012), examine le renouvellement des cadres de conduite de la politique monétaire de différentes banques centrales.

<sup>16</sup> Certaines banques centrales avaient intégré ces enjeux à leur examen de la politique monétaire dès 2012. C'est ce qu'avaient fait la Banque du Canada en 2006 et en 2011 (*Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation*), la Banque de réserve d'Australie en 2010 et en 2013 (*Statements on the Conduct of Monetary Policy with the Government*) et la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande en septembre 2012 (*Policy Targets Agreement with the Government*).

<sup>17</sup> Le rôle de la Banque de Suède dans la promotion de la stabilité financière avait aussi fait l'objet d'un examen lors d'une évaluation précédente (2005-2010).

L'inflation fondamentale est un élément important des cadres de politique monétaire de la plupart des banques centrales. Celles-ci semblent avoir apporté un minimum de modifications au panier de mesures de l'inflation fondamentale dont elles se servent ou à leur choix d'une mesure phare (ou privilégiée). Une analyse préliminaire donne cependant à penser qu'au fil du temps, les banques centrales n'ont pas toujours traité l'inflation fondamentale de la même manière en ce qui concerne aussi bien leur mesure phare que d'autres mesures utilisées pour expliquer l'évolution de l'inflation. L'analyse résumée dans le présent article pourra être approfondie de différentes façons afin de tester formellement l'information que recèlent ces changements.

Dans un régime flexible de ciblage de l'inflation, les banques centrales s'emploient à ramener l'inflation à la cible à moyen terme tout en atténuant la volatilité d'autres variables économiques et financières clés. L'expérience des dernières années a montré que ces institutions doivent faire preuve d'adaptabilité dans le choix des outils à mettre en œuvre pour atteindre cet objectif, ce qui a été amplement démontré par de nombreuses banques centrales.

---

## Ouvrages et articles cités

- Ball, L. (2014). *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, document de travail n° WP/14/92, Fonds monétaire international.
- Banque de réserve de Nouvelle-Zélande (2013). *A New Macro-Prudential Policy Framework for New Zealand—Final Policy Position*.
- Berger, H., J. de Haan et J.-E. Sturm (2011). « Does Money Matter in the ECB Strategy? New Evidence Based on ECB Communication », *International Journal of Finance and Economics*, vol. 16, n° 1, p. 16-31.
- Blanchard, O., G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*, Fonds monétaire international, coll. « Staff Position Notes », n° SPN/10/03.
- Borio, C. (2014). *Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery?*, document de travail n° 440, Banque des Règlements Internationaux.
- Boukous, E. et J. V. Rosenberg (2006). *The Information Content of FOMC Minutes*, Banque fédérale de réserve de New York.
- Brainard, L. (2014). *The Federal Reserve's Financial Stability Agenda*, discours prononcé au Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy, The Brookings Institution, Washington, 3 décembre.
- Carney, M. (2014). *One Mission. One Bank. Promoting the Good of the People of the United Kingdom*, discours prononcé à l'occasion de la conférence Mais de la Cass Business School, City University London, Londres (Royaume-Uni), 18 mars.

- Charbonneau, K. et L. Rennison (2015). *Forward Guidance at the Effective Lower Bound: International Experience*, document d'analyse du personnel n° 2015-15, Banque du Canada.
- Constâncio, V. (2015). *Macroprudential Policy in Europe: Ensuring Financial Stability in a Banking Union*, discours principal prononcé au colloque sur la stabilité financière tenu à Berlin (Allemagne) le 28 octobre.
- Edey, M. (2013). *The Financial Stability Role of Central Banks*, discours prononcé dans le cadre du sommet australien sur la réglementation organisé par Thomson Reuters, Sydney (Australie), 1<sup>er</sup> mai.
- Ellis, L. (2014). *Why Financial Stability Matters, and What We Can Do About It*, discours prononcé à l'Université d'Adélaïde, Adélaïde (Australie), 4 juin.
- Ford, D., E. Kendall et A. Richardson (2015). « Evaluating Monetary Policy », *Bulletin*, Banque de réserve de Nouvelle-Zélande, vol. 78, n° 7.
- Goodfriend, M. et M. King (2015). *Review of the Riksbank's Monetary Policy 2010–2015*, rapport préparé pour le Comité des finances du Parlement suédois.
- Hendry, S. et A. Madeley (2010). *Text Mining and the Information Content of Bank of Canada Communications*, document de travail n° 2010-31, Banque du Canada.
- Jackson, H. (2015). *The International Experience with Negative Policy Rates*, document d'analyse du personnel n° 2015-13, Banque du Canada.
- Khan, M., L. Morel et P. Sabourin (2015). *A Comprehensive Evaluation of Measures of Core Inflation for Canada*, document d'analyse du personnel n° 2015-12, Banque du Canada.
- Lavigne, R., R. R. Mendes et S. Sarker (2012). « Les régimes de ciblage de l'inflation : l'expérience internationale récente », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 17-31.
- Lewis, M. (2016). *Inflation Expectations Curve: A Tool for Monitoring Inflation Expectations*, note analytique n° AN2016/01, Banque de réserve de Nouvelle-Zélande.
- Mishkin, F. S. (2011). *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, document de travail n° 16755, National Bureau of Economic Research.
- Nordbø, E. W. (2008). *CPIXE and Projections for Energy Prices*, note du personnel n° 2008/7, Banque de Norvège.
- 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.
- Peek, J., E. S. Rosengren et G. M. B. Tootell (2015). *Should U.S. Monetary Policy Have a Ternary Mandate?*, Banque fédérale de réserve de Boston. Polycopié.

- Poloz, S. S. (2014). *Intégrer l'incertitude dans l'élaboration de la politique monétaire — La perspective d'un praticien*, document d'analyse n° 2014-6, Banque du Canada.
- Santor, E. et L. Suchanek (2016). « Une ère nouvelle pour les banques centrales : les politiques monétaires non traditionnelles », *Revue de la Banque du Canada*, présente livraison, p. 31-46.
- Sato, T. (2014). *Macroprudential Policy and Initiatives by the Bank of Japan*, discours prononcé devant la Japan Society, Londres (Royaume-Uni), 12 novembre.
- Stein, J. C. (2013). *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*, discours prononcé dans le cadre du symposium de recherche intitulé « Restoring Household Financial Stability After the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter » organisé par la Banque fédérale de réserve de St. Louis, St. Louis (Missouri), 7 février.
- Svensson, L. E. O. (2014). « Inflation Targeting and Leaning Against the Wind », *International Journal of Central Banking*, vol. 10, n° 2, p. 103-113.
- Witmer, J. et J. Yang (2016). « Estimation de la valeur plancher au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, présente livraison, p. 3-15.
- Yellen, J. (2014). *Monetary Policy and Financial Stability*, discours prononcé dans le cadre du cycle de conférences « Camdessus » sur les activités des banques centrales organisé par le Fonds monétaire international, Washington, 2 juillet.