

Banque du Canada



Bank of Canada

**Les cibles de maîtrise de l'inflation :
l'expérience canadienne**

Conférence Gibson

*Université Queen's
Kingston (Ontario)*

par
Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

**NE PAS PUBLIER AVANT LE 15 OCTOBRE 1998
16 h, heure avancée de l'Est**

**Conférence Gibson
donnée par Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
à l'Université Queen's
à Kingston, en Ontario
le 15 octobre 1998**

Les cibles de maîtrise de l'inflation : l'expérience canadienne

Je suis honoré d'avoir été invité par la School of Policy Studies et le John Deutsch Institute à prononcer la conférence Gibson de l'année 1998.

Économiste de formation ayant oeuvré comme banquier durant la majeure partie de sa carrière, Douglas Gibson a jeté un éclairage des plus intéressants sur les questions que l'orientation des politiques publiques soulève, les rapports entre le gouvernement et les entreprises et la contribution des économistes du secteur privé aux politiques mises en oeuvre par les pouvoirs publics. Une remarque que j'ai relevée dans le texte qu'il dédiait en 1981 à John Deutsch a tout particulièrement retenu mon attention. Dans ce texte, Gibson soulignait que peu d'économistes du milieu universitaire au Canada avaient jusque-là semblé reconnaître l'influence destructrice de l'inflation sur l'économie et sur la société en général¹.

Cette remarque est un bon préambule au sujet que j'ai choisi de traiter à la conférence Gibson de cette année. Je me propose en effet d'examiner avec vous l'expérience qu'a le Canada de l'utilisation de cibles explicites de réduction et de maîtrise de l'inflation comme pierre angulaire de la politique monétaire². Mais auparavant, laissez-moi vous indiquer où se situent les cibles en matière d'inflation par rapport aux diverses autres approches possibles en matière de conduite de la politique monétaire.

La forte poussée d'inflation qui a frappé le monde dans les années 1970 a fait ressortir les coûts d'une hausse constante du niveau des prix. En conséquence, les banques

¹ Gibson (1981).

² Pour une évaluation globale de l'expérience acquise jusqu'à maintenant dans l'utilisation de cibles en matière d'inflation dans les pays industriels, voir Almeida et Goodhart (1998) et Bernanke et coll. (1998). L'expérience de pays particuliers est décrite dans Leiderman et Svensson (1995). Pour une analyse des avantages et des désavantages potentiels de l'utilisation de cibles d'inflation dans les pays en développement, voir Masson et coll. (1997).

centrales se sont de plus en plus attachées à trouver des façons de réduire l'inflation et de la maintenir à de bas niveaux. Un des enseignements tirés de cette période est l'importance de disposer d'une sorte de * point d'ancrage nominal + afin que la politique monétaire ne s'écarte pas de l'objectif de maîtrise de l'inflation qu'elle s'est fixé, étant donné les longs décalages avec lesquels ses effets se font sentir³.

Le point d'ancrage auquel les petits pays ont recours habituellement est un taux de change fixe entre leur monnaie et celle d'un partenaire commercial plus important où l'inflation a été maîtrisée. Pour leur part, les banques centrales d'un bon nombre de grands pays ont d'abord choisi les agrégats monétaires comme cible intermédiaire de la politique monétaire vers le milieu des années 1970, époque où une inflation relativement élevée s'enracinait dans l'économie mondiale. L'inflation et les attentes d'inflation s'étant ensuite maintenues à des niveaux incommodes dans de nombreux pays durant les années 1980, on a assisté, au début des années 1990, à une innovation dans le domaine de la politique monétaire, soit la mise en place de cibles explicites de maîtrise de l'inflation dans huit pays⁴.

Les pays qui ont adopté des cibles explicites de maîtrise de l'inflation avaient principalement en commun un passé d'inflation supérieure à la moyenne. Dans certains cas, ils avaient déjà eu recours aux agrégats monétaires ou aux taux de change fixes, mais leurs efforts étaient restés vains ou n'avaient récolté qu'un succès limité. De plus, contrairement aux pays où l'inflation était restée relativement faible (comme les États-Unis, l'Allemagne et le Japon), ils ne pouvaient s'appuyer sur un engagement général, non chiffré, envers de bas taux d'inflation en raison de leur passé d'inflation et du manque de crédibilité de leur politique monétaire.

Lorsque les cibles canadiennes de maîtrise de l'inflation ont été rendues publiques la première fois en 1991, les principaux objectifs poursuivis étaient, à court terme, d'empêcher l'inflation de s'accélérer dans la foulée de l'entrée en vigueur de la nouvelle taxe sur les produits et services (TPS) et de la brusque remontée des prix du pétrole et, à plus long terme, de la ramener à un niveau compatible avec la stabilité des prix. Au fil du temps, l'importance d'autres attributs positifs des cibles de maîtrise de l'inflation, lorsque celles-ci servent de cadre permanent pour la conduite de la politique monétaire, nous est apparue de plus en plus clairement à la Banque du Canada. Les plus remarquables de ces attributs sont une plus grande transparence, une responsabilité mieux définie, un meilleur processus interne de prise de décision et un mécanisme de réaction aux chocs de demande ou d'offre qui atténue les répercussions possibles de ces chocs sur la production.

³ Voir Bouey (1982).

⁴ La Nouvelle-Zélande, le Canada, le Royaume-Uni, la Suède, la Finlande, l'Australie, Israël et l'Espagne ont adopté des cibles en matière d'inflation durant la première moitié des années 1990.

Je n'irai pas jusqu'à prétendre que l'instauration de cibles d'inflation explicites constitue la seule façon d'obtenir de bons résultats sur le plan macroéconomique. De fait, la réduction de l'inflation dans les années 1990 dans des pays utilisant des cadres différents pour la mise en oeuvre de leur politique monétaire montre clairement qu'il existe plusieurs façons de réaliser un bas taux d'inflation. Je vous dirai plutôt que la présence de telles cibles confère à la conduite de la politique monétaire un élément de discipline grâce auquel l'environnement dans lequel les particuliers et les entreprises prennent leurs décisions de nature économique est plus stable et plus prévisible. Je crois, en outre, que les avantages découlant de la transparence du cadre de mise en oeuvre que procurent ces cibles les rendront de plus en plus attrayantes dans les démocraties où les institutions publiques doivent rendre compte de leurs actes.

Je vais donc, pour commencer, faire un bref historique de l'utilisation des cibles en matière d'inflation au Canada, puis j'évaluerai la tenue de l'économie canadienne durant la période au cours de laquelle de telles cibles ont été en vigueur. J'examinerai ensuite les attributs positifs de ces cibles, outre la réalisation d'un bas taux d'inflation. Après avoir passé en revue les principales critiques formulées à l'encontre des cibles explicites de bas taux d'inflation, je conclurai en décrivant la contribution que celles-ci ont apportée à la conduite de la politique monétaire au Canada ces huit dernières années.

Un bref historique de l'utilisation de cibles en matière d'inflation au Canada

Face à la persistance d'un niveau élevé d'inflation au Canada durant les années 1970, la Banque du Canada a décidé, en 1975, d'adopter pour cible un agrégat monétaire au sens étroit (M1). Cet agrégat étant devenu de moins en moins fiable et la preuve qu'il ne contribuait pas au relâchement souhaité des pressions inflationnistes étant faite, il a cessé d'être utilisé comme cible en 1982. Par la suite, la Banque s'est lancée dans une très longue recherche exploratoire dans le but de trouver un autre agrégat monétaire pouvant servir de cible, mais aucun ne lui a paru convenir. Voilà pourquoi, de 1982 à 1991, la conduite de la politique monétaire au Canada visait la stabilité des prix à long terme et la maîtrise de l'inflation à court terme, mais ne s'appuyait sur aucune cible intermédiaire ou trajectoire précise devant mener à l'objectif poursuivi à long terme.

En février 1991, la Banque et le gouvernement fédéral annonçaient conjointement l'instauration de cibles explicites de réduction de l'inflation⁵. Ils confirmaient, dans leur annonce respective, que la stabilité des prix était l'objectif à long terme que devait poursuivre la politique monétaire canadienne et précisaient la trajectoire visée pour réaliser un bas taux d'inflation. Le premier jalon de cette trajectoire, qui devait être atteint avant la fin de 1992, était un taux cible

⁵ L'annonce en a été faite par le gouvernement dans le cadre de la présentation de son budget annuel, alors que la Banque a émis un communiqué et une note d'information décrivant les aspects techniques de l'utilisation des cibles. Pour une description de certains de ces aspects, voir Freedman (1995).

de 3 % pour l'augmentation sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC). Les deux objectifs suivants étaient un taux cible de 2,5 % pour le milieu de 1994 et de 2 % pour la fin de 1995. Ces taux représentaient le point médian d'une fourchette cible dont les limites se situaient à un point de pourcentage de part et d'autre. Il était également spécifié que de nouvelles réductions de l'inflation seraient obtenues après 1995 jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte.

À l'époque où les cibles ont été instaurées, deux chocs importants exerçaient des pressions à la hausse sur les prix au Canada : le vif renchérissement du pétrole consécutif à l'invasion du Koweït par l'Irak et les répercussions sur le niveau des prix du remplacement de la taxe fédérale sur les ventes des fabricants par une taxe (la TPS) ayant une assiette plus large. À cause de ces chocs, la Banque et le gouvernement redoutaient une intensification des attentes d'inflation et l'apparition possible de nouvelles pressions continues à la hausse sur les salaires et les prix. Leurs craintes étaient accentuées par le fait que le Canada venait de traverser une période de pressions inflationnistes provoquées par une demande excédentaire. En donnant une indication claire de l'orientation à la baisse qui allait être imprimée à l'inflation à moyen terme, les cibles avaient donc pour objectif premier à court terme d'amener les entreprises et les particuliers à ne pas s'attarder à ces chocs sur les prix, mais à prendre en considération plutôt, dans leurs décisions économiques, la baisse de la tendance fondamentale de l'inflation visée par la politique monétaire.

À plus long terme, l'établissement de cibles de réduction de l'inflation visait à concrétiser l'engagement des autorités à l'égard de la réalisation et du maintien de la stabilité des prix. En outre, parce qu'elles renseignaient sur les objectifs précis des mesures de politique monétaire prises par la Banque, les cibles devaient aider les opérateurs des marchés financiers et le public à mieux comprendre ces mesures. Par conséquent, elles fournissaient aussi une base plus solide pour évaluer les résultats de la politique monétaire.

En décembre 1993, à l'occasion de l'annonce de ma nomination au poste de gouverneur, la Banque et le ministre des Finances ont émis un communiqué conjoint énonçant les objectifs de la politique monétaire. Dans ce communiqué, le gouvernement fraîchement élu et la Banque renouvelaient leur engagement envers la stabilité des prix comme objectif de la politique monétaire. Ils convenaient aussi de maintenir jusqu'en 1998 la fourchette cible de 1 à 3 % visée pour l'inflation et de reporter la décision sur une définition de la stabilité des prix. Deux raisons expliquaient ce report. Premièrement, étant donné que le Canada n'avait pas connu de bas taux d'inflation depuis longtemps, on estimait qu'il serait utile de fonctionner pendant quelque temps dans un tel climat avant d'établir un objectif à long terme. Deuxièmement, comme l'inflation avait reculé de façon plutôt spectaculaire et inattendue en 1991, il était improbable que les Canadiens se soient tout à fait ajustés à la nouvelle donne. On avait donc besoin de plus de temps pour que s'opère l'ajustement nécessaire et que de nouvelles cibles puissent être fixées.

En février 1998, le gouvernement et la Banque ont annoncé que l'application de la fourchette cible de 1 à 3 % serait encore prolongée, cette fois jusqu'à la fin de 2001. Cette prolongation est due au fait que l'économie, qui connaît actuellement une période d'expansion cyclique, n'a pas encore atteint les limites de sa capacité. On a donc cru utile, avant de déterminer

quelle cible à long terme serait compatible avec la stabilité des prix, de laisser s'écouler une plus longue période pendant laquelle l'économie pourrait mieux faire la preuve qu'elle peut bien fonctionner dans un climat de faible inflation. Le gouvernement et la Banque envisagent désormais de déterminer la cible à long terme de la politique monétaire avant la fin de 2001.

Les cibles de maîtrise de l'inflation et la tenue de l'économie canadienne

Quels effets sur la tenue de l'économie attendions-nous de l'instauration de cibles en matière d'inflation? En premier lieu, nous prévoyions un abaissement du taux d'inflation et une atténuation des attentes d'inflation. En deuxième lieu, nous escomptions que la réduction de ce taux et l'engagement à l'égard du maintien de l'inflation à de bas niveaux concrétisé par l'instauration des cibles entraîneraient un recul des taux d'intérêt. Enfin, nous nous attendions à ce que, une fois l'inflation réduite, l'économie fonctionne plus efficacement et n'ait plus à subir les fortes variations provoquées par l'alternance de surchauffes inflationnistes et de récessions⁶.

Quels résultats avons-nous obtenus jusqu'à maintenant?

Le Graphique 1 présente l'évolution du taux d'inflation au cours de la période où des cibles ont été en vigueur. À la suite de l'annonce initiale de l'instauration de cibles de réduction de l'inflation en février 1991 (alors que le taux d'accroissement sur 12 mois de l'IPC global était de 6,8 %), l'inflation a vivement ralenti. De fait, pendant la majeure partie de 1992, elle est demeurée au-dessous de la limite inférieure de la fourchette cible. Depuis, à l'exception d'une brève période en 1995, la tendance de l'inflation s'est maintenue dans la moitié inférieure de la fourchette visée.

Le rythme auquel l'inflation a diminué en 1991 a étonné. Il traduisait un ralentissement économique beaucoup plus prononcé que la Banque et la plupart des autres prévisionnistes avaient prévu. La sévérité de la récession de 1990-1991 était en partie attribuable à des facteurs d'origine externe, notamment une croissance plus faible que prévu aux États-Unis et un fléchissement d'une ampleur inattendue du cours des matières premières. Du côté des facteurs internes, mentionnons la résorption des distorsions affectant les prix des actifs que la précédente période d'inflation avait léguées ainsi que l'endettement accumulé au cours de cette période.

Il est peu probable que l'annonce de 1991 au sujet de l'établissement d'une trajectoire de réduction de l'inflation ait eu un impact immédiat important sur les attentes des particuliers, des entreprises ou des participants aux marchés financiers. Tout compte fait, je crois que le faible niveau qu'affiche l'inflation tendancielle au Canada depuis 1992 est la cause déterminante du recul du taux d'inflation attendu. Cependant, les cibles ont probablement

⁶ Pour une description des avantages de la stabilité des prix, voir Banque du Canada (1991).

contribué à convaincre le public et les marchés que la Banque ne dérogerait pas à l'engagement qu'elle avait pris de maintenir l'inflation aux faibles taux auxquels celle-ci était descendue. De plus, certains indices récents portent à croire que le point médian de la fourchette visée, qui est de 2 %, est en train de devenir un repère important dans les attentes en matière d'inflation et les décisions de planification à long terme des entreprises.

Si l'on examine l'évolution des taux d'intérêt et la croissance de la production et de l'emploi au cours de la période où les cibles ont été utilisées, on constate d'abord que la reprise consécutive à la récession de 1990-1991 a été moins vigoureuse que la reprise typique de l'après-guerre. En particulier, l'expansion de la demande intérieure a été modérée jusqu'au milieu de 1996 (voir Graphique 2). De plus, la croissance de l'activité a été considérablement moins robuste au Canada qu'aux États-Unis. Certains observateurs ont attribué l'atonie de la reprise à l'adoption de cibles d'inflation et à l'approche correspondante en matière de conduite de la politique monétaire; cependant, leur analyse ne tient pas compte des grandes restructurations qui ont été opérées au Canada dans les secteurs tant privé que public au cours de la période⁷. Alors que les États-Unis connaissaient une période d'intense restructuration de leur secteur privé depuis le milieu des années 1980, ce n'est que durant la première moitié des années 1990 que cette transition s'est amorcée au Canada. À peu près au même moment, après deux décennies de déficits budgétaires et d'endettement public continuel au Canada, des mesures correctives d'une ampleur sans précédent étaient adoptées pour assainir les finances publiques.

Les deux trains de mesures étaient essentiels pour que l'économie canadienne fonctionne mieux. À court terme, cependant, ils ont eu pour conséquences une détérioration de la situation de l'emploi et une perte consécutive de confiance chez les consommateurs, lesquelles, à leur tour, ont provoqué une stagnation de la demande intérieure et un affaiblissement de la reprise de l'économie canadienne par rapport aux prévisions.

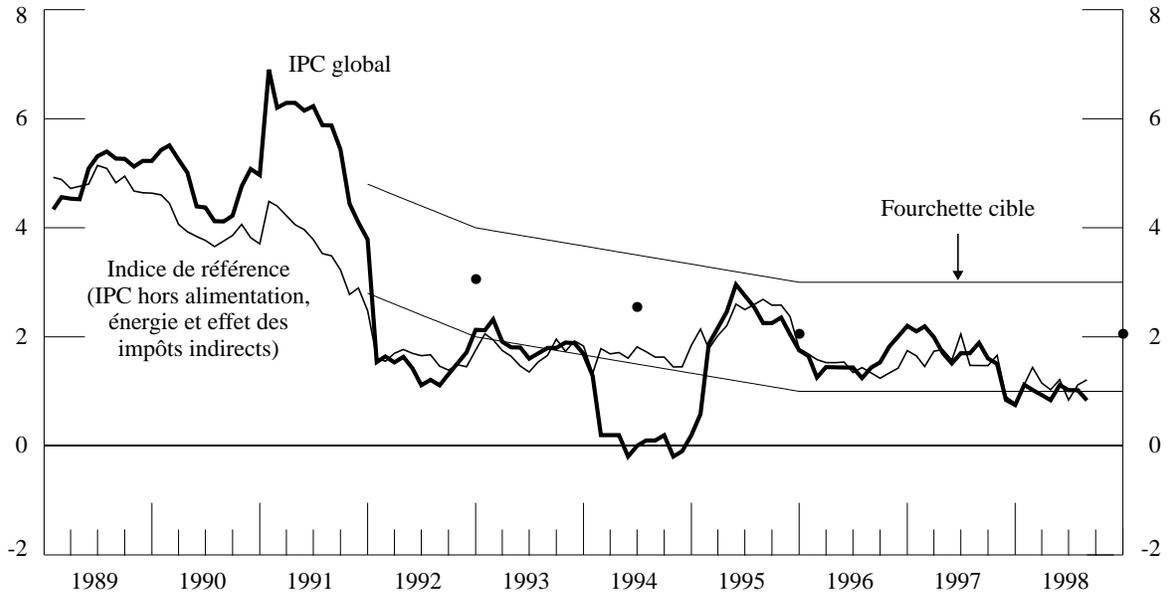
Les conditions monétaires se sont assouplies pendant la majeure partie de la période⁸. Toutefois, pendant longtemps la Banque n'a pu mener une politique aussi expansionniste qu'elle l'aurait voulu en raison de l'évolution des situations budgétaire, politique et internationale qui, par moments, a rendu les marchés financiers nerveux et volatils. Ce n'est qu'après 1995, une fois la crédibilité sur le plan budgétaire rétablie en partie et le référendum au Québec devenu chose du passé, que la Banque a pu amorcer une réduction durable des taux d'intérêt à court terme. À la faveur de la crédibilité accrue des politiques monétaire et budgétaire, les taux d'intérêt canadiens pour toute la gamme des échéances sont descendus à des niveaux inférieurs à leurs pendants américains. Stimulée par l'assouplissement des conditions monétaires, la demande

⁷ L'analyse de Fortin (1996) en est un bon exemple. Pour un examen critique des arguments avancés par ce dernier, voir Freedman et Macklem (1998).

⁸ Le concept de conditions monétaires englobe les variations des taux d'intérêt à court terme et du taux de change, les deux canaux de transmission de la politique monétaire. Voir Freedman (1994) et Thiessen (1995).

Graphique 1

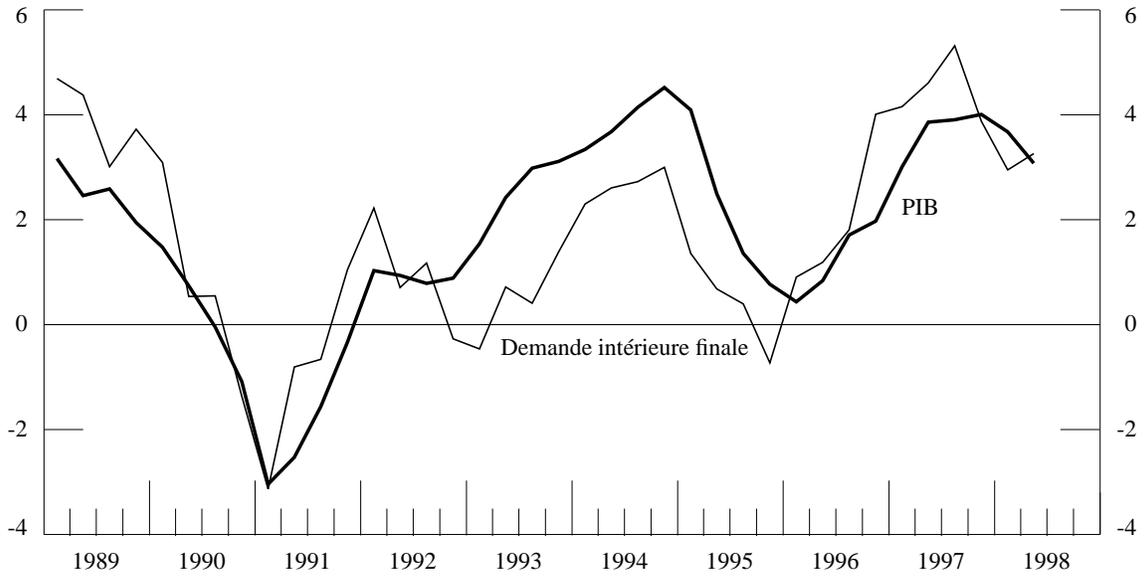
Indice des prix à la consommation au Canada
Données mensuelles, taux de variation sur douze mois



• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

Graphique 2

Production et demande intérieure finale au Canada
Taux de variation sur quatre trimestres, en volume



intérieure au Canada s'est redressée, et l'activité a enregistré à partir du milieu de 1996 une vive expansion qui s'est poursuivie durant toute l'année 1997.

Une des principales conclusions que je voudrais tirer de l'expérience canadienne des années 1990 est qu'un bas taux d'inflation est certes indispensable à la bonne tenue de l'économie, mais qu'il ne peut, à lui seul, suffire à la tâche. S'il est vrai que la politique monétaire est parvenue à maintenir le taux d'inflation à l'intérieur de la fourchette cible pendant la plus grande partie de la période, d'autres facteurs ont aussi fortement influencé l'évolution des taux d'intérêt ainsi que la croissance de la production et de l'emploi.

Doit-on déduire de l'importance du rôle joué par ces autres facteurs que les cibles de maîtrise de l'inflation et le bas taux d'inflation n'ont pas été utiles? Aucunement. La capacité des entreprises d'opérer une restructuration majeure a été grandement renforcée par le climat de taux d'inflation bas et stables qui s'installait. Et bien que l'incertitude sur les plans budgétaire et politique soit responsable de la grande volatilité qu'ont connue les marchés financiers et de notre vulnérabilité aux chocs externes durant la période qui a précédé 1996⁹, je crois que la situation aurait été nettement pire sans le point d'ancrage qu'ont constitué le bas taux d'inflation et les cibles. De plus, de concert avec la politique d'assainissement budgétaire, ces bas taux et ces cibles ont favorisé une meilleure tenue de l'économie durant les toutes dernières années et nous ont permis de surmonter plus aisément les difficultés financières qui perturbent actuellement la scène internationale. Les cibles devraient continuer de soutenir fermement la tenue de notre économie et de nous aider à faire face aux chocs internationaux qui surviennent inévitablement de temps à autre.

L'accroissement de la transparence de la politique monétaire et l'amélioration de la façon dont la Banque rend compte de ses actes

Lorsque le gouvernement et la Banque ont convenu de la première série de cibles en 1991, leur principale préoccupation était de définir, pour la réduction de l'inflation, une trajectoire qui mènerait à la stabilité des prix. Malgré l'importance que la Banque accordait depuis quelques années déjà à la stabilité des prix en tant qu'objectif de la politique monétaire¹⁰, le public ignorait au juste quand cet objectif serait réalisé. Aussi l'un des principaux avantages attendus de l'instauration des cibles était-il un accroissement de la transparence quant à l'objectif visé par la politique monétaire, ce qui atténuerait l'incertitude au sein du public et sur les marchés financiers.

Au moment de l'annonce en 1991 de l'établissement des cibles, il avait aussi été précisé que celles-ci fourniraient de meilleurs repères sur lesquels fonder l'évaluation des résultats des mesures de politique monétaire. Souvent les critiques exprimées à l'égard de la politique monétaire portaient du principe que la Banque devrait poursuivre d'autres objectifs que la stabilité

⁹ Clinton et Zelmer (1997).

¹⁰ Voir Banque du Canada (1987) et Crow (1988).

des prix. En se dotant d'un objectif clair que le gouvernement s'engageait à appuyer, la Banque espérait que les évaluations futures de l'efficacité de la politique monétaire s'appuieraient plus nettement sur les résultats obtenus au chapitre de la réalisation de la stabilité des prix.

Il ne fait aucun doute que des cibles explicites de maîtrise de l'inflation rendent l'objectif de la politique monétaire plus transparent et fournissent de meilleurs repères pour juger de la façon dont la banque centrale rend compte de la conduite de sa politique monétaire. Je n'ai pas tenté de réunir de preuves attestant que, depuis que l'objectif de la politique monétaire a été clarifié en 1991, les observations émanant du public reflètent une évaluation plus juste des résultats qu'obtient la Banque du Canada. Et il est difficile de démontrer de manière concluante que les marchés financiers ont été plus stables et que l'incertitude économique a été moindre au Canada qu'ils ne l'auraient été sans les cibles. Mais j'en suis personnellement arrivé à la conclusion que cela a effectivement été le cas.

Et l'adoption des cibles en matière d'inflation a certainement eu des répercussions importantes pour la Banque elle-même.

Nous avons découvert que l'établissement de cibles explicites exerçait un effet incitatif important sur le plan de la transparence, en ce sens que cela nous encourageait à parler plus ouvertement des moyens que nous allions employer pour atteindre nos objectifs. Comme je l'ai signalé lors d'une autre conférence¹¹, nous avons fait des efforts pour améliorer la façon dont nous expliquons notre évaluation de la situation économique ainsi que nos prévisions concernant la production et l'inflation. Nous avons précisé comment nous décidons des mesures qui sont nécessaires pour atteindre les cibles de maîtrise de l'inflation et quelles interventions nous effectuons sur les marchés pour mettre en oeuvre ces décisions.

Qui plus est, les cadres supérieurs de la Banque consacrent maintenant beaucoup plus de temps qu'auparavant à expliquer la politique monétaire et les interventions de la banque centrale à des groupes de gens partout au pays et à en débattre avec eux.

Toutes ces initiatives visent à accroître l'efficacité de la mise en oeuvre de la politique monétaire et des mesures prises pour que les cibles de maîtrise de l'inflation soient atteintes.

Les explications et les discussions font également partie des moyens que la Banque utilise pour rendre compte de ses actes à la population canadienne. L'obligation de rendre compte signifie que la banque centrale doit soit atteindre la cible qu'elle s'est fixée, soit expliquer les facteurs imprévus qui l'ont empêchée d'y parvenir et la manière dont elle entend remédier à la situation. Nous avons donc tout intérêt à faire en sorte que la population soit bien au fait des circonstances qui sont susceptibles de réduire notre capacité d'atteindre notre objectif.

¹¹ Voir Thiessen (1995).

Il n'est guère étonnant que dans certains pays l'adoption de cibles de maîtrise de l'inflation se soit accompagnée d'un renforcement de l'autonomie de la banque centrale. Il est vrai que, traditionnellement, le privilège d'autonomie accordé à une banque centrale détonne quelque peu dans une démocratie¹². Mais lorsque des cibles sont fixées et que la banque centrale est chargée de les réaliser, il devient beaucoup plus facile pour le Parlement et pour la population d'obliger les responsables de la conduite de la politique monétaire à rendre compte de la façon dont ils s'acquittent de leur mission.

Au Canada, aucune nouvelle disposition régissant l'obligation de la banque centrale de rendre compte de ses actes n'a été adoptée en 1991 ni après. En fait, les mécanismes existants se sont très bien adaptés au cadre de mise en oeuvre de la politique monétaire axé sur la poursuite de cibles en matière d'inflation. La *Loi sur la Banque du Canada* confie au Conseil d'administration de la Banque la charge de veiller à ce que l'institution soit bien administrée¹³. Celui-ci doit notamment évaluer le rendement du gouverneur et des autres membres du Conseil de direction¹⁴, qui assument la responsabilité des affaires de la Banque.

Depuis l'adoption des cibles d'inflation, il est devenu plus facile de procéder à cette évaluation. Il existe maintenant une mesure claire de ce que sont de bons résultats sur le plan de la mise en oeuvre de la politique monétaire, principale fonction de la Banque.

Le pouvoir d'émettre des instructions dont jouit le ministre des Finances en vertu de l'article 14 de la *Loi sur la Banque du Canada* représente un deuxième mécanisme de responsabilisation de la Banque. Depuis que des cibles de maîtrise de l'inflation établies d'un commun accord par la Banque et le ministre des Finances ont été introduites, il est encore moins probable que ce pouvoir, qui n'a jamais été exercé, le soit un jour. Mais il demeure que si une profonde divergence d'opinions devait apparaître au moment du renouvellement des cibles, le ministre pourrait imposer sa volonté en se prévalant de son pouvoir d'émettre des instructions. Cela aurait pour conséquences probables la démission du gouverneur et la nomination d'un remplaçant, disposé à accepter les cibles souhaitées par le ministre¹⁵.

¹² Voir Rasminsky (1966).

¹³ Les administrateurs de la Banque sont nommés par le gouvernement pour un mandat de trois ans. Traditionnellement, deux administrateurs viennent de l'Ontario, deux du Québec et un de chacune des autres provinces.

¹⁴ Le Conseil de direction est composé du gouverneur, du premier sous-gouverneur et des quatre sous-gouverneurs.

¹⁵ En outre, si le ministre devait juger que les mesures prises par la Banque pour atteindre les cibles convenues sont inappropriées, il pourrait se servir de son pouvoir d'émettre des instructions pour en demander l'annulation. Il s'agirait dans ce cas aussi d'une marque de désapprobation, qui entraînerait probablement la démission et le remplacement du gouverneur.

La Banque doit assumer l'entière responsabilité des mesures de politique monétaire qu'elle prend aussi longtemps que des instructions contraires ne lui ont pas été signifiées. Mais comme le ministre des Finances a le pouvoir de lui donner des instructions, et partant de modifier la politique monétaire, il doit aussi assumer de manière générale la responsabilité ultime de celle-ci. De toute évidence, ce pouvoir ne peut être exercé que dans des circonstances exceptionnelles. Mais son existence même définit la nature du rapport que la Banque entretient avec le ministre des Finances au chapitre de la politique monétaire.

De nos jours, l'obligation qu'ont les institutions publiques de rendre compte de leurs actes déborde le cadre législatif traditionnel. Dans les régimes démocratiques, le public exige de ses institutions beaucoup plus de renseignements qu'autrefois et demande que celles-ci rendent compte de la façon dont elles s'acquittent de leurs responsabilités. Là encore, en fournissant à la Banque un objectif de rendement clair, les cibles de maîtrise de l'inflation aident celle-ci à répondre devant le Parlement et le grand public de la façon dont elle mène ses opérations.

L'amélioration du processus interne de prise de décision

L'établissement de cibles explicites et leur rôle dans l'accroissement de la transparence des opérations de la Banque et dans l'amélioration de la façon dont elle rend compte de ses actes ont aussi eu une incidence sur nos processus internes de prise de décision.

D'autres banques centrales qui ont adopté des cibles d'inflation ont également remarqué que cela avait donné lieu à une amélioration du processus interne de prise de décision¹⁶. Cela tient en grande partie à l'accent qui est alors mis sur la poursuite d'un objectif clair et à la nécessité qui en découle de mettre au point un cadre solide maximisant les chances que l'objectif soit atteint et tenant compte des longs décalages avec lesquels les mesures de politique monétaire se répercutent sur l'inflation.

Ce cadre comprend normalement plusieurs éléments, à savoir l'établissement de projections au sujet des taux d'inflation futurs, la réalisation d'une série d'estimations quantitatives concernant les liens qui existent entre les actions de la banque centrale et le taux d'inflation et la mise au point de variables d'information capables de signaler à l'avance aux autorités si l'évolution économique et financière est compatible ou non avec les perspectives en matière d'inflation.

Au Canada, le processus d'élaboration de la politique monétaire est le suivant. La Banque établit des projections relativement à l'évolution du taux d'inflation sur un horizon d'un à deux ans. Ces projections se fondent en grande partie sur l'évaluation que nous faisons de la situation économique à l'étranger et au pays et des répercussions que cette situation risque d'avoir sur la trajectoire de la production réelle au Canada par rapport à la production potentielle. Dans ce cadre, la politique monétaire a pour objectif intermédiaire effectif de réduire l'écart entre

¹⁶ Haldane (1995).

le taux projeté de l'inflation dans six à huit trimestres et le taux cible¹⁷. Des projections détaillées sont préparées au début de chaque trimestre, puis réévaluées au milieu du trimestre; un suivi minutieux est effectué entre-temps. Cela nous permet de réexaminer à la lumière des nouvelles données disponibles les scénarios sur lesquels se fondent les mesures de politique monétaire. Dans ce contexte, je tiens à souligner que nous sommes très conscients du degré d'incertitude entourant les projections établies et le mécanisme de transmission qui lie les mesures que nous prenons à la demande et à l'inflation¹⁸.

Bien qu'il soit encore trop tôt pour que nous puissions tirer des conclusions définitives, je suis porté à croire que le renforcement de la discipline au sein de notre processus interne de prise de décision constitue l'un des principaux avantages que l'application des cibles nous a procurés jusqu'à maintenant. L'engagement de la Banque envers la réalisation des cibles et l'obligation qu'elle a d'expliquer et de justifier toute incapacité d'atteindre celles-ci ont permis de mieux orienter le débat interne sur les mesures de politique monétaire à prendre et ont probablement réduit les risques que les décisions nécessaires soient indûment retardées.

La réaction aux chocs de demande et d'offre dans un contexte où des cibles en matière d'inflation sont poursuivies

En plus du fait qu'elles ont des répercussions positives sur le plan de la transparence, de la responsabilité et du processus interne de prise de décision, les cibles en matière d'inflation fournissent un mécanisme qui aide la politique monétaire à réagir aux chocs de demande et d'offre d'une manière qui atténue les fluctuations économiques.

Si les prévisions relatives à l'inflation donnent à penser que la demande globale croît à un rythme insoutenable et qu'elle exerce sur l'appareil de production des pressions menaçant de pousser la tendance de l'inflation au-delà de la limite supérieure de la fourchette visée, la Banque resserrera les conditions monétaires afin de contrebalancer les pressions de la demande et de l'inflation. En revanche, si la demande est faible par rapport à la capacité de production et que la tendance de l'inflation semble vouloir tomber en deçà du plancher de la fourchette, la Banque assouplira les conditions monétaires, de façon à stimuler l'économie et à réduire les pressions à la baisse sur l'inflation. En procédant de cette façon, la Banque atténue effectivement l'ampleur des variations de la production réelle et du revenu qui sont inhérentes à une économie de marché. En raison de l'influence stabilisatrice sur l'économie que les cibles exercent face aux chocs de demande et du rôle utile que jouent les limites supérieure et inférieure

¹⁷ Svensson (1997).

¹⁸ Pour une analyse approfondie du cadre dans lequel la politique monétaire est menée au Canada, voir Duguay et Poloz (1994) ou Longworth et Freedman (1995). Se reporter également à Haldane (1995) pour une description du cadre utilisé dans les pays qui axent leur politique monétaire sur la réalisation de cibles de maîtrise de l'inflation. Pour une analyse de l'incertitude entourant le mécanisme de transmission, voir Thiessen (1995).

de la fourchette pour faire comprendre la façon dont la Banque réagit à de tels chocs, nous accordons maintenant plus d'importance à la fourchette cible que cela n'était le cas au début.

Qui plus est, dans la mesure où l'adoption et l'atteinte de cibles explicites de maîtrise de l'inflation ont pour effet d'accroître la crédibilité de la politique monétaire au Canada, la Banque dispose d'une plus grande marge de manoeuvre pour faire face aux chocs de demande. Ainsi, s'il se produit un choc à la hausse, la Banque aura davantage de latitude, si sa politique monétaire est crédible, pour estimer l'ampleur et la durée de ce choc et l'intensité des pressions que celui-ci semble exercer sur l'appareil de production. La Banque ne disposera de cette latitude accrue que si les attentes d'inflation sont solidement arrimées aux cibles en matière d'inflation et qu'elles ne sont pas ébranlées par le fait que l'on tarde à réagir à un choc¹⁹.

Les cibles en matière d'inflation se sont également révélées utiles pour faire face à certains types de chocs d'offre. Ainsi, lorsque des chocs transitoires s'exercent sur les prix des aliments et de l'énergie, l'accent que la Banque met sur l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) fait clairement ressortir qu'elle s'attache surtout à la tendance de l'inflation et non aux variations temporaires de ce type.

Le fait que l'indice de référence que nous utilisons pour mesurer l'inflation ne tient pas compte de l'incidence des impôts indirects implique que la Banque est prête à composer avec les effets de première vague que des modifications des impôts peuvent avoir sur le niveau des prix. Toutefois, nous avons également indiqué de façon non équivoque que nous ne tolérerons pas les effets durables que pourraient exercer sur l'inflation des rajustements de salaires et de traitements visant à compenser des hausses de taxes.

Un autre type de choc d'offre qui pourrait avoir de l'importance au cours des années à venir est la possibilité que le mouvement généralisé de restructuration qui s'est produit au sein de l'économie canadienne, conjugué aux progrès technologiques et à la vigueur des investissements des entreprises, se traduise par des taux de croissance et des niveaux de production potentielle plus élevés que ne le laisserait croire l'expérience passée. L'économie serait alors capable de croître plus rapidement et l'appareil de production de fonctionner à un plus haut régime qu'on ne l'avait d'abord pensé sans causer de pressions inflationnistes.

L'adoption d'une cible crédible en matière d'inflation peut aider la Banque à découvrir où se situent vraiment les limites de la production potentielle. Prenons le cas où l'inflation continue de subir des pressions à la baisse en dépit du fait que le niveau de l'activité économique est compatible, selon la Banque, avec la pleine utilisation des capacités. Le risque d'une chute de l'inflation sous le niveau visé et les questions qu'une telle éventualité soulèverait

¹⁹ Voir Freedman (1996). Le fait que les autorités monétaires américaines ont pu adopter une approche attentiste face aux chocs qui se sont produits ces dernières années est étroitement lié au très haut degré de crédibilité dont jouit la Réserve fédérale.

sur le plan de la responsabilité devraient empêcher que la Banque ne commette l'erreur de sous-estimer continuellement la production potentielle²⁰.

Ce cadre opérationnel devrait aider les Canadiens à bien comprendre qu'une politique monétaire axée sur la réalisation de cibles de maîtrise de l'inflation ne fait pas abstraction des variations de l'emploi et de la production et ne mène pas à une économie qui fonctionne systématiquement moins bien qu'elle ne le devrait.

Certaines critiques à l'égard de la poursuite d'un bas taux d'inflation

J'aimerais maintenant répondre aux principales critiques qui ont été formulées à l'endroit des cibles visées par la Banque du Canada en matière d'inflation. Les arguments invoqués font allusion à la possibilité d'une rigidité à la baisse des salaires nominaux, à l'impossibilité pour les taux d'intérêt nominaux de descendre au-dessous de zéro et à la crainte d'une déflation. Vous remarquerez qu'aucune de ces critiques ne remet directement en question les cibles en tant que telles; elles s'en prennent plutôt au choix d'un taux cible très bas.

La rigidité des salaires

Les salaires sont-ils à ce point rigides qu'ils tarderaient à baisser, malgré la présence de ressources inutilisées sur le marché du travail? Et quelles seraient les conséquences d'une telle situation sur le fonctionnement de l'économie et sur la politique monétaire? En d'autres termes, un certain niveau d'inflation est-il nécessaire pour * lubrifier les rouages + de l'économie et éliminer les effets potentiels d'une rigidité des salaires²¹?

Les données dont nous disposons, même si elles ne sont encore que partielles, semblent indiquer que les salaires peuvent diminuer et que de fait ils diminuent²². Il convient toutefois de souligner qu'une croissance de la productivité favorisera normalement une augmentation du salaire moyen à la longue, et ce même en contexte de stabilité des prix. Dans pareilles circonstances, en demeurant inchangés, les salaires nominaux permettent une baisse des coûts unitaires de main-d'oeuvre équivalente au taux de croissance de la productivité, dans la mesure où une telle baisse est jugée nécessaire.

Par ailleurs, la résistance aux rajustements à la baisse des salaires nominaux, qui se développe durant les périodes d'inflation élevée, a tendance à s'émousser quand le public s'habitue à une faible inflation. De la même façon que les salaires nominaux se sont adaptés à la période d'inflation élevée qui a commencé dans les années 1970, je ne vois pas pourquoi ils ne

²⁰ Thiessen (1997).

²¹ Voir Fortin (1996) et Akerlof et coll. (1996).

²² Voir Crawford et Harrison (1997).

s'ajusteraient pas au climat de bas taux d'inflation dans lequel nous vivons actuellement. De fait, nous constatons, tant au Canada que dans d'autres pays où le niveau de l'inflation est faible, qu'il y a maintenant des signes d'une augmentation de l'importance relative des modes de rémunération à portion variable (comme les primes de rendement) par opposition à des hausses du taux de rémunération de base²³. Si cette tendance se confirme, elle devrait contribuer à accroître la flexibilité des salaires.

Comme je l'ai indiqué dans le passé, j'ai beaucoup de mal à accepter l'idée selon laquelle les salariés canadiens seraient victimes d'une illusion monétaire permanente dont pourrait et devrait profiter l'autorité monétaire²⁴.

Comment peut-on assouplir la politique monétaire lorsque l'inflation est très basse et que les taux d'intérêt sont proches de zéro?

L'une des critiques à l'endroit de l'objectif de stabilité des prix, ou du maintien de l'inflation à un niveau très bas, est que la poursuite de cet objectif écarte toute possibilité de recours à des taux d'intérêt réels négatifs (c'est-à-dire à des taux d'intérêt inférieurs au taux d'inflation) pour stimuler l'économie, si cela devait s'avérer nécessaire. Un tel raisonnement implique qu'il faudrait éviter de viser un faible taux d'inflation si l'on désire conserver la marge de manoeuvre accrue que des taux d'intérêt réels négatifs donneraient aux décideurs publics en période d'atonie de l'activité économique.

Lorsqu'on examine cet argument, il est important de ne pas perdre de vue que la réalisation de la stabilité des prix est susceptible d'entraîner une diminution de l'amplitude des fluctuations des cycles économiques. Dans les années d'après-guerre, les récessions profondes (celles qui étaient de nature à commander, dans certains cas extrêmes, des taux réels négatifs) ont généralement été précédées de périodes de fortes pressions inflationnistes. Ces pressions ont donné lieu à d'importantes distorsions économiques qui, à leur tour, ont aggravé la récession qui leur faisait suite. En l'absence de telles distorsions inflationnistes, les ralentissements de l'activité économique ont tendance à être beaucoup plus légers, ce qui réduit la probabilité que des taux d'intérêt réels négatifs soient nécessaires à un moment donné.

En outre, si les taux d'intérêt nominaux à court terme ne peuvent être négatifs, il reste qu'un taux nominal proche de zéro implique tout de même un taux d'intérêt réel nettement en-dessous de sa valeur d'équilibre, ce qui aura pour effet de stimuler considérablement l'économie.

Enfin, dans une petite économie ouverte dotée d'un régime de changes flottants, l'assouplissement des conditions monétaires peut venir tant des mouvements des taux d'intérêt

²³ Crawford et Harrison (1997).

²⁴ Voir Thiessen (1996-1997).

que de l'évolution du cours du change. Même si seule une détente limitée pouvait s'opérer au moyen des taux d'intérêt, un ajustement suffisant des conditions monétaires pour soutenir la relance et empêcher l'inflation de se maintenir obstinément en-dessous de la fourchette cible resterait possible.

*# La * déflation + nous menace-t-elle?*

Certains de nos opposants laissent entendre que la poursuite de cibles de maîtrise de l'inflation, comme la fourchette actuelle de 1 à 3 %, expose l'économie canadienne au risque de subir une déflation dès l'apparition d'un choc négatif.

Avant d'aller plus loin, je désire d'abord rappeler que la déflation est une baisse du niveau général des prix des biens et services et non pas des prix des actifs, comme semblent le penser certains. Par ailleurs, parler de * déflation + pour désigner une légère diminution des prix sur une courte période, plutôt qu'une période de baisse soutenue des prix, peut s'avérer très trompeur. Dans l'esprit des gens au Canada, le terme de déflation est associé à la grande crise des années 1930, durant laquelle les prix avaient dégringolé de plus de 20 % en quatre ans.

Ce qui est à craindre avec une déflation persistante, c'est que les ménages décident de reporter des dépenses de consommation dans l'attente d'une baisse sensible des prix et que ce comportement entraîne l'économie dans une spirale d'endettement et de déflation. De tels scénarios sont très peu probables dans le cas de légères baisses des prix sur de courtes périodes. Le fait que les autorités monétaires s'engagent, en adoptant des cibles en matière d'inflation, à ramener le taux de variation des prix dans la fourchette cible, tend à réduire encore davantage les risques que les attentes de déflation s'enracinent en pareils cas.

Je soutiens que nous devons éviter autant l'inflation que la déflation. Toutes deux ne font qu'accroître l'incertitude chez les agents économiques et ont des conséquences nocives sur l'activité économique. C'est la raison pour laquelle la Banque du Canada accorde autant d'importance aux risques que le taux d'inflation tombe en-dessous de la fourchette cible qu'à la possibilité qu'il la dépasse.

Conclusion

Il est encore prématuré de tirer des conclusions définitives quant à l'incidence des cibles en matière d'inflation sur la tenue de l'économie canadienne. Nous devons vraiment laisser s'écouler plus de temps avant de déterminer si les cibles parviennent véritablement à empêcher l'inflation tendancielle de sortir constamment de la fourchette cible lorsqu'une reprise cyclique de l'économie atteint son apogée.

Il est toutefois possible de tirer certaines conclusions à ce stade-ci. Au Canada, l'inflation s'est presque toujours maintenue à l'intérieur des différentes fourchettes cibles de maîtrise de l'inflation qui ont été établies. C'est la raison pour laquelle, ces dernières années, les perspectives en matière d'inflation ont été plus stables et plus prévisibles qu'elles ne l'avaient été

depuis les années 1960; voilà pourquoi la plupart des taux d'intérêt nominaux ont été plus bas que jamais depuis cette époque.

Il semblerait que les investissements des entreprises au Canada aient été stimulés par les faibles taux d'intérêt et les perspectives de stabilité de l'inflation au pays.

Chez les particuliers, cette stabilité a encouragé les épargnants et les emprunteurs à s'engager pour de plus longues périodes; elle leur procure une assurance accrue — un avantage particulièrement important pour ceux qui ne sont pas des experts des questions financières ou qui ne souhaitent pas consacrer beaucoup de temps et d'énergie à ces questions.

On entend souvent dire à l'encontre des cibles adoptées au Canada que, depuis 1991, les États-Unis ont réussi à améliorer leur production et à réduire leur chômage avec un taux d'inflation qui est actuellement supérieur de 1 % seulement à celui du Canada.

Toutefois, comme je l'ai fait remarquer tout au long de cet exposé, les différences de tenue entre l'économie canadienne et l'économie américaine sont attribuables à un certain nombre de facteurs, dont le plus important a été probablement l'orientation de la politique budgétaire au Canada et les niveaux d'endettement public plus élevés qui en ont résulté.

J'ajouterai qu'aux États-Unis, la crédibilité de la politique monétaire n'a pas posé les mêmes problèmes qu'au Canada. Cela reflète, dans une large mesure, le taux d'inflation légèrement plus bas observé aux États-Unis entre le début des années 1970 et celui des années 1990. Cela est aussi dû au fait que le dollar américain est la principale monnaie de réserve internationale et que, pour cette raison, il y a une forte demande soutenue pour les actifs libellés en dollars américains, ce qui n'est pas le cas pour les actifs en dollars canadiens. Dans ces circonstances, l'engagement envers la réalisation de cibles de maîtrise de l'inflation aidera bien davantage une économie ouverte relativement petite comme la nôtre à attirer et à retenir des investisseurs que ce ne serait le cas pour les États-Unis.

À mon avis, toutefois, les améliorations de la transparence de la politique monétaire et de l'obligation d'en rendre compte que procurent les cibles, de même que la discipline accrue dans le processus décisionnel des banques centrales qui en résulte, sont bénéfiques, quel que soit le pays. En outre, le fait que les perspectives d'inflation soient plus prévisibles grâce aux cibles ne peut que contribuer à la bonne tenue à long terme d'une économie. Par ailleurs, l'effet de stabilisation automatique qu'exercent les cibles devrait rassurer ceux qui craignent que la banque centrale se préoccupe trop de l'inflation au détriment de l'économie réelle.

Pour conclure, je dirais donc que, dans les démocraties, la transparence et l'obligation de rendre compte confèrent leur légitimité aux banques centrales autonomes. Je suis convaincu que l'autonomie des banques centrales est la meilleure garantie qu'une politique monétaire de faible inflation sera appliquée à long terme; c'est pourquoi, à mon avis, il importe que cette autonomie demeure acceptable en régime démocratique. Ce n'est que si les objectifs de

rendement sont clairement définis que les mécanismes par lesquels la banque centrale rend compte de ses actes seront véritablement efficaces.

Les cibles de maîtrise de l'inflation ne sont en aucune manière une solution miracle dans la conduite de la politique monétaire. Néanmoins, je crois qu'elles offrent un cadre favorisant des décisions politiques plus judicieuses et une meilleure tenue de l'économie en longue période et qu'elles permettent aux banques centrales ayant un statut d'autonomie d'adopter une position plus responsable et donc plus soutenable.

Bibliographie

Akerlof, George A., William T. Dickens et George L. Perry (1996). * The Macroeconomics of Low Inflation +, *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-59.

Almeida, Alvaro et Charles A. E. Goodhart (1998). * Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour? +, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, numéro spécial, mars, Rome.

Banque du Canada (1987). *Rapport annuel du gouverneur au ministre des Finances et relevé de comptes pour l'année 1986*, Ottawa, Banque du Canada.

_____ (1991). *Rapport annuel du gouverneur au ministre des Finances et relevé de comptes pour l'année 1990*, Ottawa, Banque du Canada.

Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin et Adam S. Posen (1998). *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.

Bouey, Gerald K. (1982). * Politique monétaire — À la recherche d'un point d'ancrage +, conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-17.

Clinton, Kevin et Mark Zelmer (1997). *Constraints on the Conduct of Canadian Monetary Policy in the 1990s: Dealing with Uncertainty in Financial Markets*, Rapport technique n° 80, Ottawa, Banque du Canada.

Crawford, Allan et Alan Harrison (1997). * La détection de la rigidité à la baisse des salaires nominaux +. In : *Stabilité des prix, cibles en matière d'inflation et politique monétaire*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1997, Ottawa, Banque du Canada, p. 193-259.

Crow, John (1988). * La politique monétaire à l'oeuvre au Canada +, conférence donnée sous les auspices de la Fondation Eric J. Hanson, *Revue de la Banque du Canada*, février, p. 3-17.

Duguay, Pierre et Stephen Poloz (1996). * Le rôle des projections économiques dans la formulation de la politique monétaire au Canada +. In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada, p. 123-135. Paru initialement en anglais en 1994 dans *Analyse de Politiques*, vol. 20, p. 189-199.

Fortin, Pierre (1996). * Presidential Address: The Great Canadian Slump +, *Revue canadienne d'Économie*, vol. 29, p. 761-787.

Freedman, Charles (1996). * Le recours aux indicateurs et à l'indice des conditions monétaires au Canada +. In : *La transmission de la politique monétaire au Canada*, Ottawa, Banque du Canada, p. 75-89. Paru initialement en anglais en 1994 dans *Frameworks for Monetary Stability — Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de Tomás J. T. Baliño et Carlo Cottarelli, Washington, Fonds monétaire international.

Freedman, Charles (1995). * The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation +. *In : Inflation Targets*, publié sous la direction de Leonardo Leiderman et Lars E. O. Svensson, Londres, Centre for Economic Policy Research.

_____ (1996). * What Operating Procedures Should Be Adopted to Maintain Price Stability? — Practical Issues +. *In : Achieving Price Stability*, actes d'un symposium organisé sous les auspices de la Banque fédérale de réserve de Kansas City à Jackson Hole (Wyoming), 29-31 août.

Freedman, Charles et Tiff Macklem (1998). * A comment on 'The great Canadian slump' +, *Revue canadienne d'Économie*, vol. 31, p. 646-665.

Gibson, J. Douglas (1981). * The Flow of Policy Ideas Between Business and Government +. *In : Economic Policy Advising in Canada. Essays in Honour of John Deutsch*, publié sous la direction de David C. Smith, Montréal, Institut C. D. Howe, p. 105-120.

Haldane, Andrew G. (Publié sous la direction de) (1995). *Targeting Inflation*, actes d'une conférence des banques centrales sur l'utilisation de cibles en matière d'inflation organisée par la Banque d'Angleterre, 9-10 mars, Londres, Banque d'Angleterre.

Leiderman, Leonardo et Lars E. O. Svensson (1995). *Inflation Targets*, Londres, Centre for Economic Policy Research.

Longworth, David et Charles Freedman (1995). * The Role of the Staff Economic Projection in Conducting Canadian Monetary Policy +. *In : Targeting Inflation*, actes d'une conférence des banques centrales sur l'utilisation de cibles en matière d'inflation organisée par la Banque d'Angleterre, 9-10 mars, publié sous la direction d'Andrew G. Haldane, Londres, Banque d'Angleterre, p. 101-112.

Masson, Paul R., Miguel A. Savastano et Sunil Sharma (1997). * The scope for inflation targeting in developing countries +, document de travail n° 97/130, Fonds monétaire international.

Rasminsky, Louis (1966). * Le rôle actuel de la banque centrale +, conférence prononcée sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson, 9 novembre, Palais Altieri, Rome (Italie).

Svensson, Lars E. O. (1997). * Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets +, *European Economic Review*, vol. 41, p. 1111-1146.

Thiessen, Gordon G. (1995). * L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada +, conférence HERMES-Glendon, *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-58.

_____ (1996-1997). * L'économie canadienne a-t-elle besoin de plus d'inflation en guise de lubrifiant? +, allocution prononcée devant la chambre de commerce du grand Toronto, *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 63-69.

_____ (1997). * Les défis qui s'annoncent en matière de politique monétaire +, allocution prononcée devant la chambre de commerce de Vancouver, *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 79-84.