
Bank of Canada Review

Revue de la Banque du Canada

March 1991

- 3 Targets for reducing inflation: Announcements and background material
 - 5 Press release
 - 7 Remarks by John W. Crow
 - 9 Background note on the targets
 - 17 The benefits of price stability
- 23 Minutes of Bank of Canada Board of Directors' meeting
- 35 Record of press releases

Charts and statistics

- S1 INDEX TO CHARTS
- S16 INDEX TO STATISTICAL TABLES
- S20 Major financial and economic indicators
- S24 Bank of Canada
- S28 Chartered banks
- S56 Other financial institutions
- S70 Financial aggregates
- S74 Financial markets
- S87 Government of Canada
- S101 General economic statistics
- S116 Foreign exchange market and reserves
- S119 Balance of payments and external trade
- S134 Notes to the tables
- S144 Articles and speeches:
 - September 1990 to February 1991
- S148 SUBJECT INDEX

March 1991

- 3 Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui
 - 5 Communiqué de presse
 - 7 Allocution de John W. Crow
 - 9 Document d'information sur les cibles
 - 17 Les avantages de la stabilité des prix
- 23 Procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration de la Banque du Canada
- 35 Communiqués reproduits à titre documentaire

Graphiques et tableaux statistiques

- S1 LISTE DES GRAPHIQUES
- S16 LISTE DES TABLEAUX STATISTIQUES
- S20 Principaux indicateurs financiers et économiques
- S24 Banque du Canada
- S28 Banques à charte
- S56 Autres institutions financières
- S70 Agrégats financiers
- S74 Marchés financiers
- S87 Gouvernement du Canada
- S101 Statistiques économiques diverses
- S116 Marché des changes et réserves de change
- S119 Balance des paiements et commerce extérieur
- S134 Notes relatives aux tableaux
- S144 Articles et discours :
 - De septembre 1990 à février 1991
- S148 INDEX DES SUJETS

This Review is published monthly under the direction of an Editorial Board which is responsible for the editorial content.

Members of the Editorial Board:

Paul Jenkins, Chairman	John Murray
Fred McMahon, Editor	Vaughn O'Regan
William Alexander	David Rose
Bernard Bonin	Donald Stephenson
Pierre Duguay	Guy Thériault

Cette Revue est publiée mensuellement sous la direction d'un Comité de rédaction, auquel incombe la responsabilité des pages de rédaction.

Membres du Comité de rédaction :

Paul Jenkins, Président	John Murray
Fred McMahon, Directeur de la rédaction	Vaughn O'Regan
William Alexander	David Rose
Bernard Bonin	Donald Stephenson
Pierre Duguay	Guy Thériault

Targets for reducing inflation

Cibles de réduction de l'inflation

On 26 February 1991, the Governor of the Bank of Canada and the Minister of Finance jointly set forth targets for reducing inflation and establishing price stability in Canada. Included in this issue of the *Bank of Canada Review* are details and background on this announcement, as well as an extract from the 1990 Annual Report of the Governor describing the benefits of price stability.

- The press release issued by the Governor of the Bank of Canada on 26 February announcing the targets for reducing inflation (page 5)
- Opening remarks by John W. Crow, Governor of the Bank of Canada, to a 27 February press conference on the targets (page 7)
- Background note on the targets, reviewing technical details on the targets and the use of the consumer price index as a basis for the targets (page 9)
- “The benefits of price stability,” an extract from the *Annual report of the Governor*, 1990, describing the widespread and pervasive nature of the costs inflation imposes on the economy (page 17)

Le 26 février 1991, le gouverneur de la Banque du Canada a annoncé conjointement avec le ministre des Finances l'établissement de cibles visant la réduction de l'inflation et la réalisation de la stabilité des prix au Canada. La livraison de la *Revue de la Banque du Canada* de ce mois renferme différents documents relatifs à cette annonce de même qu'un extrait du Rapport annuel du gouverneur pour 1990 décrivant les avantages de la stabilité des prix.

- Le communiqué de presse émis le 26 février dans lequel le gouverneur de la Banque du Canada annonce l'établissement de cibles de réduction de l'inflation (page 5)
- Remarques préliminaires de John W. Crow, gouverneur de la Banque du Canada, à l'occasion d'une conférence de presse tenue le 27 février et portant sur les cibles de réduction de l'inflation (page 7)
- Document d'information sur les cibles, traitant des aspects techniques de la mise en oeuvre des cibles et de l'utilisation de l'indice des prix à la consommation comme base de formulation de ces cibles (page 9)
- « Les avantages de la stabilité des prix », un extrait du *Rapport annuel du gouverneur* pour 1990 où sont décrits les torts étendus que l'inflation cause à tous les secteurs de l'économie (page 17)

Press release: Targets for reducing inflation

Communiqué de presse : Cibles de réduction de l'inflation

Bank of Canada

26 February 1991

The Governor of the Bank of Canada, John W. Crow, in a joint announcement today with the Minister of Finance, set out targets for reducing inflation and reaching price stability in Canada.

These targets are designed to provide a clear indication of the downward path for inflation over the medium term. The path provides for gradual but progressive reductions of inflation until price stability is reached. The range of public policies besides monetary policy can make a significant contribution. However, since inflation cannot persist over an extended period without monetary accommodation, for price stability to be reached it is essential for monetary policy to work firmly and consistently to that end.

The specific targets for the year-over-year rate of increase in the consumer price index (CPI) are as follows:

- 3 per cent by the end of 1992
- 2 1/2 per cent by the middle of 1994
- 2 per cent by the end of 1995
- Thereafter the objective would be further reductions in inflation until price stability is achieved. A good deal of work has already been done in Canada on what stability in the broad level of prices means operationally. This work suggests a rate of increase in consumer prices that is clearly below 2 per cent. However, a more precise definition is not being specified now, in the event that further evidence and analysis relevant to this matter become available in the next few years. A target path after 1995 also remains to be fixed, but again pending new evidence, the aim would be to continue to make steady progress.

Banque du Canada

le 26 février 1991

Le gouverneur de la Banque du Canada, M. John Crow, dans une annonce faite conjointement avec le ministre des Finances, a dévoilé aujourd'hui une série de cibles visant la réduction de l'inflation et la réalisation de la stabilité des prix au Canada.

Ces cibles ont été établies dans l'intention de donner une idée claire de l'orientation à la baisse qui sera imprimée au taux d'inflation à moyen terme. Les réductions prévues seront graduelles, mais constantes, jusqu'à ce que la stabilité des prix soit réalisée. Un certain nombre de politiques des pouvoirs publics autres que la politique monétaire peuvent jouer un rôle important dans cette entreprise. Toutefois, comme l'inflation ne peut persister pendant une longue période que si elle est tolérée par la politique monétaire, il importe que cette dernière garde résolument et constamment le cap sur l'objectif de la stabilité des prix.

Les cibles arrêtées pour l'évolution, d'une année à l'autre, de l'indice des prix à la consommation (IPC) sont les suivantes :

- 3 % à la fin de 1992;
- 2 1/2 % au milieu de 1994;
- 2 % à la fin de 1995.
- Après 1995, l'objectif serait de continuer à faire baisser le taux d'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte. Beaucoup de recherches ont déjà été effectuées au Canada pour déterminer ce qu'est, dans la pratique, la stabilité du niveau général des prix. Les résultats de ces recherches donnent à penser qu'il y a stabilité des prix lorsque le taux de croissance de l'IPC est nettement inférieur à 2 %. Une définition plus précise de la stabilité des prix n'est pas fournie pour le moment, au cas où, dans les années à venir, de nouveaux résultats d'analyses sur ce sujet seraient obtenus. Il reste également à fixer une trajectoire pour la réduction de l'inflation dans les années postérieures à 1995; mais, de

In view of the lags involved in the effect of policies on inflation, no explicit target has been set for inflation in 1991. However, this target path is consistent with a year-over-year increase in the CPI of about 5 per cent (less than 4 per cent excluding the impact of the GST) by the end of the year.

In the actions it takes to implement these targets, the Bank will, for practical reasons, focus on the consumer price index excluding the volatile food and energy components, as published by Statistics Canada. Even abstracting from these volatile elements, a good deal of variability remains in consumer price movements, and the targets should be regarded as the midpoints of a target band of plus or minus one percentage point. Over time, however, movements in the total CPI and the CPI excluding food and energy should be broadly similar.

The Bank will report from time to time on progress in relation to these targets, particularly in the Annual Report published each year under the Bank of Canada Act.

The Governor said that in order to keep to this course the Bank will be carefully monitoring the trend rates of expansion of money, credit and total spending to ensure they are consistent with the targets and will be adjusting its monetary policy actions accordingly. The intention in setting out explicit targets, however, is to encourage Canadians to base their economic decisions on this downward path for inflation so that the lower inflation will be more readily achieved, and this will contribute to lower interest rates.

The emphasis in these targets on reaching price stability reflects the importance for economic performance of ensuring that the confidence of Canadians in the value of money is not subject to chronic erosion by inflation. The economy will not operate fairly or to its full potential unless Canadians can have this confidence. The achievement of price stability will provide the sound monetary basis that is important for durable economic expansion.

The Bank will shortly make available further details on the implementation of the targets in a background technical note.

nouveau, jusqu'à preuve du contraire, l'objectif demeurera la réalisation de progrès soutenus.

Compte tenu du laps de temps qui s'écoule entre le moment où les politiques sont mises en oeuvre et celui où elles agissent sur l'inflation, aucune cible précise n'a été arrêtée en ce qui concerne l'évolution de l'inflation en 1991. Toutefois, la trajectoire cible annoncée est compatible avec une augmentation de l'IPC de 5 % environ d'une année à l'autre (c'est-à-dire moins de 4 % si l'on exclut l'incidence de la TPS) pour la fin de 1991.

Dans les mesures qu'elle prendra pour atteindre les cibles fixées, la Banque du Canada visera, pour des raisons pratiques, l'indice des prix à la consommation, sans les composantes très volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, tel qu'il est publié par Statistique Canada. Mais, même sans ces composantes, le niveau des prix à la consommation reste assez variable, et les cibles doivent être considérées comme le milieu d'une fourchette dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ces points médians. En longue période, toutefois, l'IPC global et l'IPC hors alimentation et énergie devraient en gros afficher des profils d'évolution similaires.

La Banque fera état de temps à autre des progrès réalisés à l'égard des cibles annoncées, particulièrement dans le Rapport qu'elle publie chaque année en vertu de la *Loi sur la Banque du Canada*.

Afin d'assurer le respect du programme tracé, le gouverneur a déclaré que la Banque surveillera de près les taux tendanciels de l'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale, pour s'assurer qu'ils sont compatibles avec les cibles, et ajustera en conséquence sa politique monétaire. En établissant des cibles précises, toutefois, les autorités monétaires entendent encourager les Canadiens à fonder leurs décisions en matière économique sur l'orientation à la baisse annoncée pour l'inflation afin que le ralentissement poursuivi soit atteint plus aisément; en outre, un tel ralentissement contribuerait à faire baisser les taux d'intérêt.

L'importance qu'il y a, pour la tenue de l'économie, à garantir que la confiance des Canadiens à l'égard de la valeur de la monnaie ne sera pas entamée par une inflation chronique explique le rôle dévolu à ces cibles dans la poursuite de la stabilité des prix. L'économie ne fonctionnera ni de façon équitable ni au mieux de ses capacités si les Canadiens n'ont pas cette confiance. La stabilité des prix fournira la base monétaire solide qui est nécessaire pour une expansion économique durable.

La Banque publiera incessamment un document d'information technique qui donnera plus de détails sur la mise en oeuvre des cibles en matière de réduction de l'inflation.

Remarks by John W. Crow

Allocution de John W. Crow

*Opening statement by John W. Crow
Governor of the Bank of Canada
to a press conference
on the targets for reducing inflation
Ottawa, Ontario
27 February 1991*

*Remarques préliminaires de John W. Crow
gouverneur de la Banque du Canada
à l'occasion d'une conférence de presse
sur les cibles de réduction de l'inflation
Ottawa (Ontario)
le 27 février 1991*

Before taking your questions, allow me to make a number of initial points regarding these targets and monetary policy.

Firstly, the important contribution that Canadian monetary policy can make to good economic performance is to provide Canadians with a money that they can trust and the targets for reducing inflation reaffirm the achievement of price stability as the central objective of monetary policy.

Secondly, in achieving this objective the targets can help by providing Canadians with a clear indication of the downward path of inflation that monetary policy will be aiming for over the next several years.

Thirdly, the targets do not imply any change in basic monetary policy. They stand in support of it as monetary policy is addressed to bringing inflation down.

Finally, confidence among Canadians that the money that they earn and the money that they save will keep its value is the essential contribution that monetary policy can make to sustained low interest rates.

Thank you. That's all I have to say as an opening statement.

Avant de répondre à vos questions, je voudrais faire quelques commentaires sur les cibles fixées et la politique monétaire.

En premier lieu, la contribution importante que la politique monétaire peut apporter à la bonne tenue de l'économie canadienne est de fournir aux Canadiens une monnaie qui leur inspire confiance, et les cibles en matière de réduction de l'inflation confortent la réalisation de la stabilité des prix comme l'objectif central de la politique monétaire.

En second lieu, les cibles peuvent être utiles dans la poursuite de cet objectif en donnant aux Canadiens une idée claire de l'orientation à la baisse que la politique monétaire s'efforcera d'imprimer au taux d'inflation dans les années à venir.

En troisième lieu, l'établissement de cibles n'implique aucun changement dans l'orientation fondamentale de la politique monétaire. Les cibles viennent plutôt appuyer la politique monétaire, celle-ci étant orientée vers la baisse de l'inflation.

En dernier lieu, la contribution essentielle que la politique monétaire peut apporter à l'obtention de taux d'intérêt bas, et qui restent bas, consiste à instaurer chez les Canadiens l'assurance que la monnaie qu'ils gagnent et qu'ils épargnent conservera sa valeur.

Merci. C'est tout ce que je veux vous communiquer en tant que déclaration préliminaire.

Background note on the targets

Document d'information sur les cibles

*Background information
released on 26 February 1991
on the targets for reducing inflation*

*Document d'information
sur les cibles de réduction de l'inflation
publié le 26 février 1991*

On 26 February 1991, the Governor of the Bank of Canada and the Minister of Finance jointly announced the setting of targets for reducing inflation and reaching price stability in Canada. These targets provide for a year-over-year rate of increase in the consumer price index (CPI) of 3 per cent by the end of 1992, 2 1/2 per cent by the middle of 1994, and 2 per cent by the end of 1995.¹ (See Chart I.) Thereafter the objective would be further reductions in inflation until price stability is achieved.

The emphasis on achieving price stability reflects the experience here and elsewhere that a policy of tolerating inflation systematically undermines the ability of an economy to perform well. The costs that inflation imposes on the economy are pervasive and insidious.² Inflation creates uncertainty, requires households and businesses to divert resources away from productive endeavours and is socially unjust. With price stability, the Canadian economy will operate more fairly and more productively.

Le 26 février 1991, le gouverneur de la Banque du Canada a annoncé conjointement avec le ministre des Finances l'établissement de cibles visant la réduction de l'inflation et la réalisation de la stabilité des prix au Canada. Ces cibles ont pour objet l'abaissement du taux de variation d'une année à l'autre de l'indice des prix à la consommation (IPC) à 3 % d'ici la fin de 1992, à 2 1/2 % pour le milieu de 1994 et à 2 % pour la fin de 1995¹ (voir Graphique I). Par la suite, l'objectif serait de continuer à réaliser de nouvelles réductions, jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte.

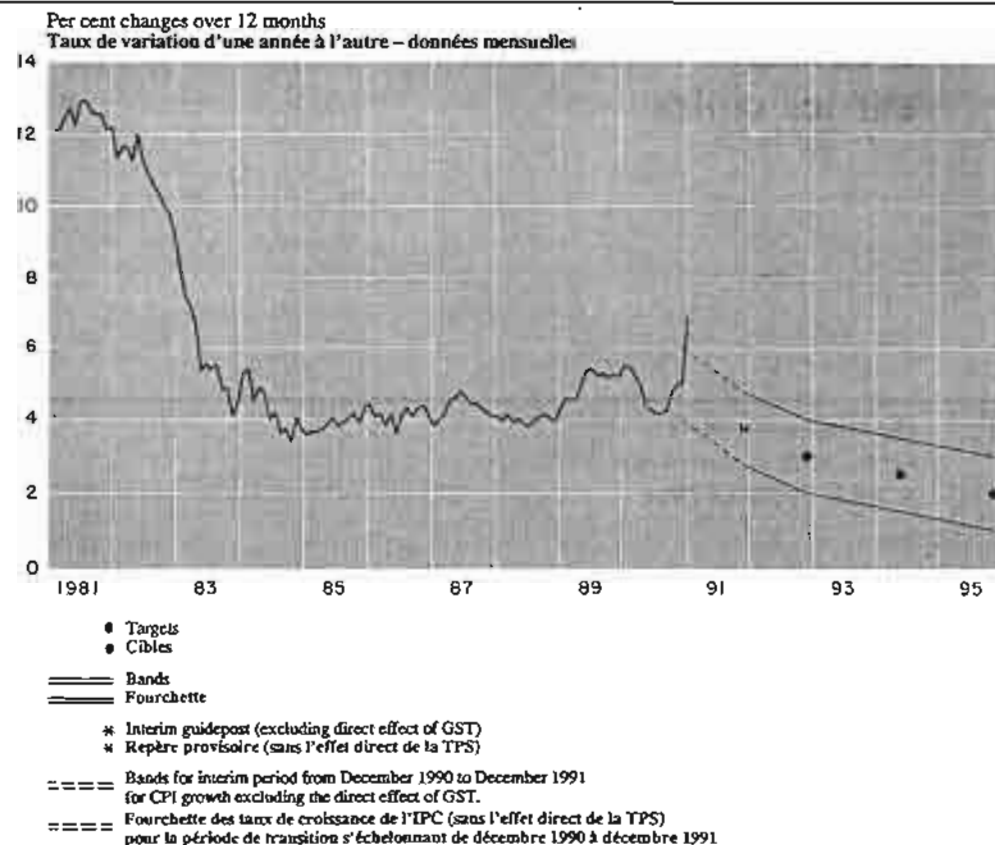
Si tant d'importance est accordée à la réalisation de la stabilité des prix, c'est que l'expérience vécue ici comme ailleurs montre qu'une politique de tolérance à l'égard de l'inflation mine systématiquement la capacité d'une économie de bien fonctionner. Les torts que l'inflation cause à l'économie sont étendus et insidieux². L'inflation crée de l'incertitude; elle oblige les ménages et les entreprises à détourner des ressources jusque-là consacrées à des activités productives et elle est source de discordes sociale. Une fois la stabilité des prix rétablie, l'économie canadienne fonctionnera de manière plus équitable et plus productive.

¹ While no explicit target has been set for 1991, this target path is consistent with a year-over-year increase in the CPI of about 5 per cent (less than 4 per cent excluding the impact of GST) by the end of the year.

² Detailed discussions of the costs of inflation can be found in Jack Selody, "The Goal of Price Stability: A review of the issues," Bank of Canada Technical Report No. 54, May 1990, and Peter Howitt, "Zero Inflation as a Long-Term Target for Monetary Policy," in R.G. Lipsey, ed., *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, C.D. Howe Institute, Policy Study No. 8, March 1990.

¹ Bien qu'aucune cible n'ait été fixée pour 1991, la trajectoire annoncée va de pair avec un taux de croissance d'une année à l'autre de l'IPC d'environ 5 % (soit moins de 4 % si l'on exclut les effets de la TPS) pour la fin de l'année.

² Pour une étude approfondie des coûts de l'inflation, voir *The Goal of Price Stability: A Review of the Issues*, par Jack Selody, Rapport technique n° 54, Banque du Canada, (mai 1990), et *Zero Inflation as a Long-Term Target for Monetary Policy*, par Peter Howitt, dans *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, Policy study, No. 8, éd. R.G. Lipsey, Institut C.D. Howe, mars 1990.



The work done to date on an operational definition of price stability indicates a rate of increase in the CPI that is clearly below 2 per cent.³ However, a more precise definition than this is not being specified now in the event that further evidence becomes available over the next few years. The target path after 1995 also remains to be fixed, but pending new evidence, the aim would be to continue to make steady progress.

The purpose of setting out formal targets is to provide a clear indication of the downward path for inflation over the medium

Les études menées jusqu'à présent montrent que, dans la pratique, il y a stabilité des prix lorsque le taux de croissance de l'IPC est nettement inférieur à 2 %³. Une définition plus précise de la stabilité des prix ne sera pas énoncée pour le moment, au cas où de nouveaux résultats seraient obtenus au cours des prochaines années. Il reste également à tracer la trajectoire pour la réduction de l'inflation après 1995, mais, jusqu'à preuve du contraire, l'objectif demeurera la réalisation de progrès continus dans la même voie.

La décision de fixer des cibles formelles a pour but de donner aux entreprises et aux particuliers une idée claire de l'orientation à la baisse qui sera imprimée

³ See, for example, Pierre Fortin, "Do We Measure Inflation Correctly?" in R.G. Lipsey, ed., *Zero Inflation: The Goal of Price Stability*, C.D. Howe Institute, Policy Study No. 8, March 1990.

³ Voir, par exemple, *Do We Measure Inflation Correctly?*, par Pierre Fortin, dans *Zero Inflation. The Goal of Price Stability*, Policy study, No. 8, éd. R.G. Lipsey, Institut C.D. Howe, mars 1990.

term so that firms and individuals can take this into account in their economic decision-making. The outlook for inflation seems at present to be unduly pessimistic in a number of quarters in Canada. For example in financial markets, medium and longer-term interest rates are at levels that appear to imply that savers demand a considerable premium to compensate for the risk that inflation in the future will be no lower than in the past. If Canadians begin to base their economic decisions on this declining path for inflation, the objectives can be readily achieved and will contribute to lower interest rates.

The inflation targets also provide information on the specific objectives to which the monetary policy actions of the Bank will be directed in the period ahead and through the medium term. This information should make the Bank's actions more readily understandable not only to financial market participants but also to the general public and should provide a better basis than before for judging the performance of monetary policy.

The rest of this note addresses some operational aspects of the inflation targets.

The measurement of inflation

The use of the CPI as the basis for the targets reflects its role as the most commonly used indicator of inflation in the Canadian economy. Because it measures the prices of consumer goods and services, the CPI is the most relevant estimate of inflation for most Canadians. Moreover, from a technical, statistical point of view, the Canadian CPI is a sound measure of changes in the price level.

The CPI also has some important practical advantages: it is available on a monthly basis so that it can be tracked regularly; it is published in timely fashion without long delays; and it is, for all practical purposes, never revised. An alternative measure of inflation, the price deflator for gross domestic product (GDP), is broader in coverage, but is also subject to large and frequent revisions over quite long time periods, making it less appropriate to serve as the basis for the inflation targets. In any case, over longer periods of time the CPI and the GDP deflator tend to follow a similar pattern, although they can diverge over shorter periods. (See Chart II.)

à l'inflation à moyen terme afin qu'ils puissent en tenir compte dans leurs décisions de nature économique. Dans certains milieux au pays à l'heure actuelle, les attentes quant à l'évolution future de l'inflation semblent exagérément pessimistes. Ainsi, sur les marchés financiers, les niveaux auxquels se situent les taux d'intérêt à moyen et à long terme indiquent que les épargnants exigent une prime très élevée en guise de compensation pour le risque que l'inflation ne se ralentisse pas au cours des années à venir. Si les Canadiens commencent à prendre en considération la trajectoire descendante annoncée pour le taux d'inflation, les objectifs visés pourront être aisément atteints, ce qui contribuera à faire baisser les taux d'intérêt.

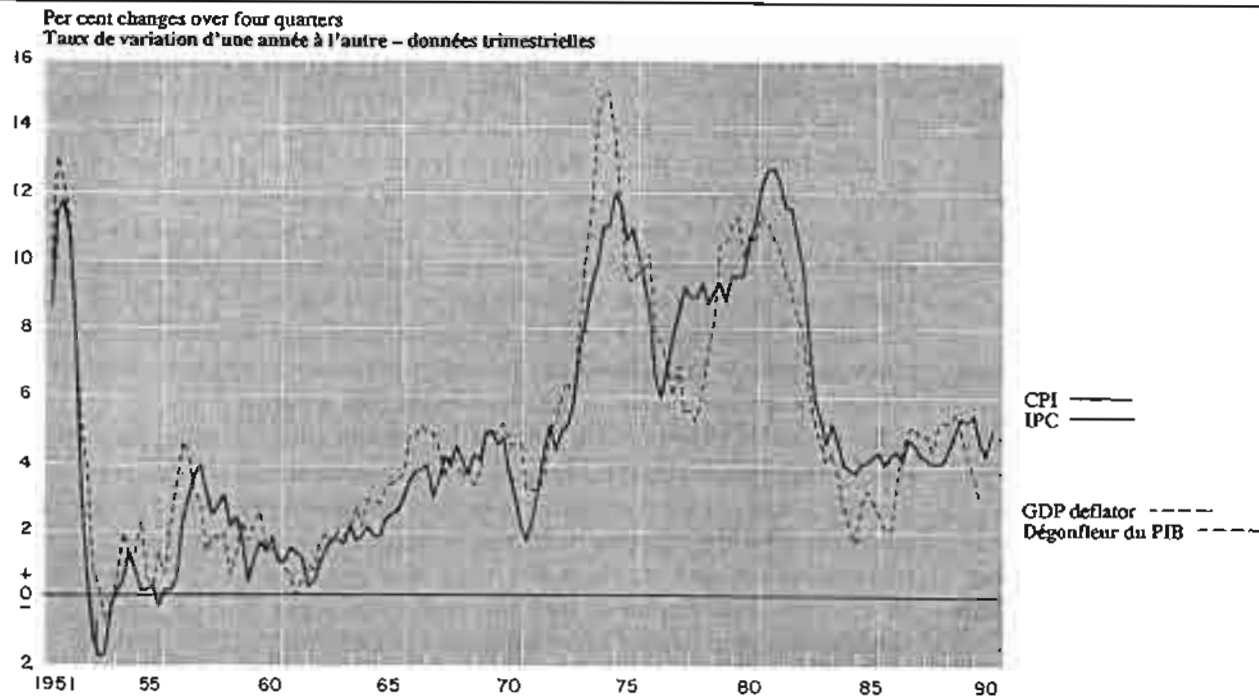
Les cibles de réduction de l'inflation fournissent aussi des renseignements sur les objectifs spécifiques que visera la politique monétaire de la Banque du Canada à court et à moyen terme. Ces renseignements devraient faciliter la compréhension des mesures prises par la Banque, non seulement par les participants aux marchés financiers, mais aussi par l'ensemble de la population. Ils devraient aussi fournir de meilleurs repères que ceux dont on dispose actuellement pour évaluer les résultats de ces mesures.

La suite de la présente note traite de certains aspects techniques concernant les cibles en matière de réduction de l'inflation.

La mesure de l'inflation

Si l'IPC a été retenu pour servir de base à la formulation des cibles, c'est parce qu'il est, au Canada, l'indicateur le plus utilisé de l'évolution de l'inflation. Étant donné qu'il mesure la croissance des prix des biens et services consommés, la plupart des Canadiens considèrent l'IPC comme l'outil d'évaluation de l'inflation le plus pertinent qui soit. De plus, sur les plans technique et statistique, l'IPC est une mesure fiable des variations du niveau des prix au Canada.

L'IPC comporte aussi certains avantages pratiques : il est rendu public tous les mois, de sorte qu'on peut suivre son évolution régulièrement; les délais de publication ne sont pas trop longs et il n'est à toutes fins pratiques jamais révisé. L'indice implicite de prix du produit intérieur brut (PIB) est une autre mesure de l'inflation, qui couvre plus d'éléments que l'IPC mais qui fait souvent l'objet de révisions majeures remontant loin dans le temps, de sorte qu'il se prête moins à la formulation de cibles. De toute façon, en longue période, les profils d'évolution de l'IPC et de l'indice implicite de prix du PIB tendent à se ressembler, bien qu'ils divergent parfois sur de courtes périodes (voir Graphique II).



The problems of volatility in the CPI

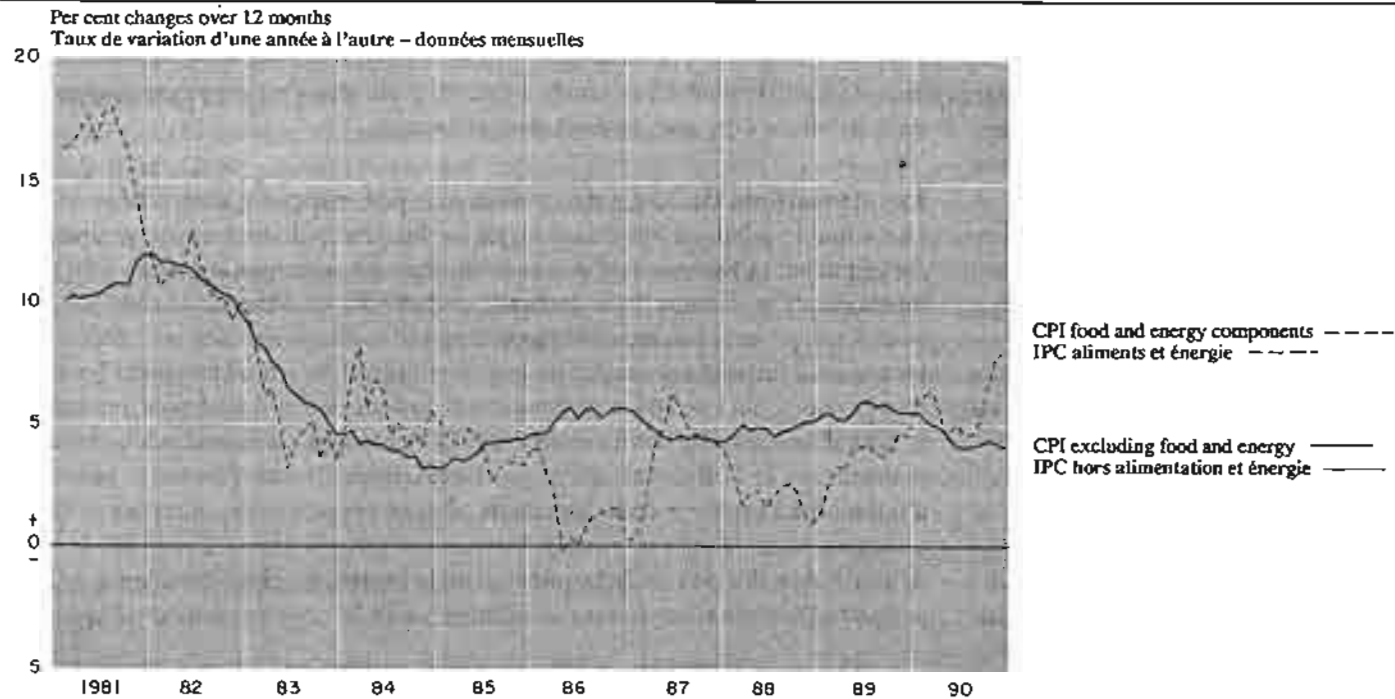
Although the targets are specified in terms of the total CPI, as a practical matter the Bank will use the CPI excluding food and energy, as published by Statistics Canada, as the basis for its policy actions. There is a good deal of short-run volatility in the food and energy components in the CPI (see Chart III), and it would be inappropriate for monetary policy to try to offset short-run movements in the CPI caused by these fluctuations in the prices of food and energy. However, over longer periods of time the CPI and the CPI excluding food and energy tend to move in very similar fashion. Hence, achieving the target path for the CPI excluding food and energy will also bring about a similar path for the overall CPI.

Effectively, by focusing on the CPI excluding food and energy, the targets will accommodate the direct impact on the consumer price level of short-run movements, up or down, in food and energy prices but will not accommodate any second-round or ongoing effects. For example, if an increase in food or energy prices led to upward pressures on prices and incomes generally, monetary policy would have to respond to resist those pressures.

Les problèmes que pose la volatilité de l'IPC

Bien que les cibles soient exprimées en fonction de l'IPC global, la Banque utilisera, pour des raisons d'ordre pratique, l'IPC hors alimentation et énergie, tel que publié par Statistique Canada, lorsque viendra le moment de formuler sa politique monétaire. Les composantes alimentation et énergie de l'IPC sont très volatiles en courte période (voir Graphique III), et la politique monétaire aurait tort de tenter de contrer les variations à court terme de l'IPC attribuables aux fluctuations des prix des aliments et de l'énergie. Toutefois, en longue période, l'IPC global et l'IPC hors alimentation et énergie ont tendance à afficher des profils d'évolution très semblables. Par conséquent, si on parvient à amener l'IPC hors alimentation et énergie sur la trajectoire cible, l'IPC global suivra.

De fait, parce qu'elles se fondent sur l'IPC hors alimentation et énergie, les cibles impliquent une tolérance à l'endroit des effets de première vague que les mouvements à court terme, à la hausse comme à la baisse, des prix des aliments et de l'énergie auront sur le niveau des prix à la consommation. Mais il n'en ira pas de même avec les effets de seconde vague, ni avec les effets permanents de ces mouvements. Par exemple, si une augmentation des prix des aliments ou de l'énergie provoque des pressions à la hausse sur les prix et les revenus en général, la politique monétaire devra opposer une résistance à ces pressions, sans quoi le taux de croissance de l'IPC hors alimentation et énergie empruntera une trajectoire supérieure à celle qui aura été retenue.



Otherwise the rate of increase of the CPI excluding food and energy would move above the target path.

The use of target bands

The target rates of inflation should be regarded as the midpoints of a target band of plus or minus one percentage point. This use of a band reflects both the fact that a myriad of short-term erratic movements affect the price index and the reality that policy changes cannot be calibrated so precisely as to achieve an exact rate of increase in prices. Nonetheless, it is the midpoints of the range that will be the objective of monetary policy actions taken by the Bank, rather than the upper or lower band.

The definition of the target rates of inflation

The targets are specified in terms of the change in the CPI over the previous 12 months. These 12-month increases are calculated using data unadjusted for seasonality. For the end-1992 target, this means the increase in the price level for December 1992 over December 1991. The target inflation rate at mid-1994 is defined as the increase in the price level for June 1994 over June 1993.

L'utilisation de fourchettes cibles

Les taux d'inflation cibles doivent être considérés comme les points médians de fourchettes dont les limites se situent à un point de pourcentage de part et d'autre de ces points. L'utilisation de fourchettes traduit à la fois le fait qu'une multitude de mouvements désordonnés à court terme influent sur l'indice des prix et qu'il est impossible de doser avec une précision parfaite les mesures de politique monétaire de façon à obtenir exactement le taux d'accroissement des prix souhaité. Quoi qu'il en soit, ce sont les points médians des fourchettes qui serviront de cibles à la Banque du Canada, et non les limites supérieure ou inférieure d'une fourchette.

La détermination des taux cibles de réduction de l'inflation

Les cibles sont exprimées en taux de variation de l'IPC d'une année à l'autre. La hausse en question est calculée à l'aide de données non corrigées pour tenir compte des variations saisonnières. La cible visée pour la fin de 1992 est donc le taux d'accroissement du niveau des prix en décembre 1992 par rapport à décembre 1991. Quant à la cible établie pour le milieu de 1994, elle correspond à l'accroissement du niveau des prix en juin 1994 par rapport à juin 1993. L'utilisation de données mensuelles entraîne certes la possibilité que la présence, au cours d'un mois donné, de facteurs spéciaux temporaires fausse le calcul du

While the use of monthly data raises the possibility that temporary special factors in a month could have an undue influence on the calculation of the year-over-year rate of increase, such a situation has seldom occurred in the CPI excluding food and energy.

Deviations from the targets

Because monetary policy influences prices indirectly and with a lag, the Bank will have to take timely action in the face of unexpected developments in the demand for or supply of Canadian goods and services that impinge in a significant way on the price level. Although such action will not be able to reverse the effects of such shocks immediately, it will put in train the adjustments needed to keep the trend rate of inflation on the target path. However, if the shifts in demand or supply are large enough, they may push the inflation rate outside the target band and may make it impossible to achieve the announced target rate of inflation. In that case, policy actions will be directed to bringing inflation back to the midpoint of the target band to ensure that the inflation target announced for the following period is reached.

The treatment of indirect taxes

Where there are deviations from the target path as a result of large changes in indirect taxes or because of the cumulative effects of a number of indirect tax changes that increase or decrease the annual inflation rate by a significant amount (1/2 of a percentage point or more), temporary adjustments will be made to the inflation target. An announcement would be made of the adjustment to the target for the year in question, based on an estimate of the direct effect of these taxes. For example, if there were an indirect tax increase that was estimated to add 3/4 of a percentage point to the CPI excluding food and energy when the target for inflation was 2 1/2 per cent, the adjusted target would be 3 1/4 per cent. Subsequently, however, the aim would be to stay on track to the 2 per cent target for 1995. The implication here again is that the first-round effects on the price level would be accommodated, but not any second-round effects on the ongoing rate of inflation.

taux d'accroissement d'une année à l'autre, mais cela s'est rarement produit dans le cas de l'IPC hors alimentation et énergie.

Les déviations du taux de croissance par rapport aux cibles

Parce que la politique monétaire n'agit sur les prix qu'indirectement et après un certain délai, la Banque du Canada devra réagir à point nommé aux mouvements inattendus de la demande et de l'offre de biens et de services canadiens qui se répercutent de façon sensible sur le niveau des prix. Même si les mesures prises dans ces cas ne pourront neutraliser immédiatement les effets de tels chocs, elles mettront en branle les ajustements qu'il faut pour maintenir le taux d'inflation sur la trajectoire visée. Toutefois, si les mouvements de la demande ou de l'offre étaient très prononcés, ils pourraient pousser le taux d'inflation à l'extérieur de la fourchette cible et empêcher la réalisation de la cible annoncée. Si cela se produit, les mesures prises viseront à ramener le taux de croissance des prix au point médian de la fourchette cible de façon à permettre la réalisation du taux d'inflation annoncé pour la période suivante.

Le traitement des impôts indirects

Lorsque des modifications importantes apportées à la structure des impôts indirects ou les effets cumulatifs d'un certain nombre de ces modifications provoquent une hausse ou une baisse de un demi-point de pourcentage ou plus du taux d'inflation annuel, faisant ainsi dévier l'IPC de la trajectoire voulue, on procédera à un ajustement temporaire des cibles. Une nouvelle cible pour l'année en question serait alors établie en fonction de l'estimation des effets directs de la nouvelle structure d'imposition et serait annoncée publiquement. Par exemple, si l'on estime, lorsque la cible de réduction de l'inflation est de 2 1/2 %, que la hausse d'un impôt indirect fera augmenter de 3/4 de point de pourcentage l'IPC hors alimentation et énergie, cette cible sera ajustée pour s'établir à 3 1/4 %. Par la suite, toutefois, on cherchera à se remettre en piste pour atteindre la cible de 2 % annoncée pour 1995. Une fois de plus, cela revient à dire que la cible fixée tiendra compte des effets de première vague d'une modification fiscale sur le niveau des prix, mais non des effets de seconde vague que cette modification aurait sur le taux tendanciel d'inflation.

Changing the target path

While, as described above, adjustments may on occasion have to be made to the target for the *current year* because of large indirect tax changes, it should only be necessary in very unusual circumstances to reconsider the *entire target path* for inflation. Examples of such circumstances might be a very large increase in oil prices that could not be prevented from spilling over more generally into a broad range of other prices, or a widespread natural disaster. In such a situation the target path for inflation would be re-examined to see whether it remained feasible or appropriate. Economic developments of the sort that have affected the rate of inflation in the Canadian economy in recent years would not require any reconsideration of the target path.

Implications for intermediate monetary policy indicators

In deciding on the monetary policy actions needed to keep to the targeted path for the rate of inflation, the Bank will be carefully monitoring the trend rates of expansion of money, credit and total spending in the economy. It should be noted that even a relatively steady decline in the rate of inflation might imply a very cyclical path for the narrowly defined monetary aggregate, M1, because of the high degree of sensitivity of M1 to interest rate changes. In particular, because of the interest rate decline that has already taken place, the rate of increase of M1 for 1991 is expected to be well above its growth rate in recent years. In contrast, the paths for the broader aggregates should be considerably smoother, although not entirely without fluctuations. The Bank will comment from time to time about the consistency of the emerging paths for the monetary and credit aggregates with the targeted path for inflation.

Les modifications de la trajectoire cible

Si, comme on vient de le décrire, il est possible qu'il faille à l'occasion ajuster la cible visée pour *l'année en cours* à cause de modifications importantes apportées aux impôts indirects, seules des circonstances exceptionnelles devraient dicter la remise en question de *l'ensemble de la trajectoire visée* pour l'évolution de l'inflation. Ce pourrait être le cas notamment s'il survenait un renchérissement considérable du pétrole qui menacerait de se répercuter sur toute une gamme d'autres prix ou s'il se produisait une catastrophe naturelle dont les dommages seraient très étendus. Il faudrait alors réexaminer la trajectoire visée pour s'assurer qu'elle est toujours réalisable ou appropriée. Des événements comme ceux qui ont influencé le taux d'inflation sur la scène canadienne ces dernières années ne justifieraient pas une réévaluation de la trajectoire cible.

Le rôle des indicateurs intermédiaires de la politique monétaire

Lorsqu'elle formulera les mesures de politique monétaire nécessaires pour garder le taux d'inflation sur la trajectoire visée, la Banque du Canada surveillera de près les taux tendanciels d'expansion de la monnaie, du crédit et de la dépense totale au pays. Il convient de souligner que, même lorsque la décélération de l'inflation est relativement graduelle, l'agrégat monétaire au sens étroit M1 peut afficher un profil de croissance de caractère cyclique, car il est très sensible aux variations des taux d'intérêt. Par exemple, on s'attend à ce que le rythme d'expansion de M1 soit bien plus rapide en 1991 qu'au cours des années précédentes, à cause justement de la baisse que les taux d'intérêt ont accusée ces derniers temps. En revanche, les agrégats qui englobent davantage de composantes devraient afficher des profils de croissance beaucoup plus uniformes, mais non entièrement dénués de fluctuations. La Banque émettra de temps à autre des commentaires sur la concordance entre les profils observés de croissance des agrégats monétaires et des agrégats du crédit et la trajectoire cible d'évolution de l'inflation.

The benefits of price stability

Les avantages de la stabilité des prix

*An extract from
the 1990 Annual report
of the Governor
of the Bank of Canada*

*Un extrait du Rapport annuel
du gouverneur
de la Banque du Canada
pour 1990*

[I]f our nation's economy is to perform well, its citizens need to have confidence that the money they use will hold its value. And money will only retain its value if the general level of prices remains stable - in other words, is not subject to chronic inflation. The view that inflation brings benefits to the economy in the form of higher employment has been discredited by the events of the 1970s and 1980s. What is less widely recognized is that inflation carries with it costs that are widespread and pervasive. Inflation creates increased uncertainty about the future, which makes it much more difficult for everyone to make good economic decisions. It also causes households and businesses to divert substantial amounts of time and money to try to shield themselves from the effects of rising prices. But not everyone is successful, and the inflationary process is inequitable and socially divisive. These are costs that can be avoided if monetary policy is successfully directed to achieving and maintaining price stability. This section reviews in more detail the costs that inflation imposes on the economy.

Inflation creates uncertainty about the future

In a monetary economy, decisions to buy or sell, to borrow or invest are based on prices - both current prices and the prices expected to prevail in future years. In other words, prices permit comparisons of the current and expected future values of the wide

[N]otre économie ne peut bien fonctionner que si les Canadiens ont l'assurance que la monnaie qu'ils utilisent conservera sa valeur. Or, pour que cette condition soit remplie, le niveau général des prix doit rester stable, autrement dit il ne doit pas être l'objet d'une inflation chronique. L'opinion selon laquelle l'inflation est bénéfique à l'économie, en ce sens qu'elle s'accompagne d'une hausse de l'emploi, a été infirmée par la tourmente des événements au cours des deux dernières décennies. On ne reconnaît toutefois pas suffisamment le fait que l'inflation comporte des coûts qui n'épargnent aucun secteur. Elle accroît l'incertitude au sujet de l'avenir, de sorte qu'il est bien plus difficile pour chacun de prendre les bonnes décisions sur le plan économique. De plus, elle pousse les ménages et les entreprises à consacrer beaucoup de temps et d'argent à se protéger des effets de la montée des prix. Mais tous ne réussissent pas à se soustraire à ces effets et l'inflation est source d'iniquité et de discorde sociale. Les coûts de l'inflation peuvent être évités si l'on parvient à orienter la politique monétaire de manière à réaliser et à maintenir la stabilité des prix. La présente section examine, de façon plus détaillée, ces coûts que l'inflation impose à l'économie.

L'inflation, source d'incertitude au sujet de l'avenir

Dans une économie fondée sur la monnaie, la décision d'acheter ou de vendre, d'emprunter ou d'investir est déterminée par les prix, à la fois les prix courants et les prix attendus pour les années à venir. En d'autres termes, les travailleurs, les gestionnaires, les épargnants et les investisseurs s'appuient sur les prix pour établir des comparaisons entre les valeurs actuelles et escomptées d'un large

array of goods and services found in different markets, providing workers, managers, savers and investors with the information and incentives to undertake economic decisions. Inflation creates uncertainty, which distorts and confuses that information.

Take for example a decision by a business to build a new plant. Such a decision has to take into account not only the cost of funds and the prices of labour and materials to build the plant, but also the prices expected in the future for the output of the plant and for the labour and materials to produce that output. The future is always uncertain, but the uncertainty is magnified when prices are rising, since inflation is seldom stable and predictable. Inflation makes it much more difficult to make good investment decisions.

Moreover, during inflation, prices do not respond identically to the excess demand pressures. These differing movements in prices are easily misread, and exaggerated expectations frequently develop about the likely further increases in the prices of products that are already rising most rapidly. One result is periodic bouts of over-investment in these products. For example, it is the prices of primary commodities and real estate that have typically responded the most quickly and vigorously during inflationary periods. The burst of investment in developing new sources of primary commodities and in acquiring existing producers of resources during the late 1970s, and the construction boom in condominiums and commercial buildings in some centres during the late 1980s are graphic illustrations of the problem of over-investment in response to the exaggerated expectations to which inflation gives rise.

The costs of having to cope with inflation

As inflation becomes entrenched, businesses and individuals find that they have to make expenditures of both time and money to deal with its effects. This goes far beyond the need for more frequent revision and reissue of price lists and catalogues. For example, contracts of all sorts become shorter in term so that the parties are not locked into a situation where they can be hurt by unexpected inflation, and this means more effort must be devoted to negotiating contracts. Buyers have difficulty in obtaining guaranteed prices of products for future delivery. Investors become concerned about hedges against inflation rather than about productive investments. At the peak of inflation in 1980-81,

éventail de biens et de services offerts sur différents marchés. Ces comparaisons leur fournissent les renseignements et les motivations sur lesquels ils fondent leurs décisions économiques. Mais l'incertitude qu'engendre l'inflation dénature et embrouille les renseignements en question.

Prenons l'exemple d'une entreprise qui décide de construire une nouvelle usine. Elle doit prendre en considération non seulement le coût des fonds à engager et les prix de la main-d'oeuvre et des matériaux de construction, mais également les prix auxquels elle s'attend de vendre la future production de la nouvelle usine et les montants qu'elle devra vraisemblablement verser pour la main-d'oeuvre et le matériel entrant dans cette production. L'avenir est toujours incertain, mais il l'est davantage lorsque les prix sont à la hausse, car l'évolution de l'inflation est rarement stable et prévisible. Lorsque la conjoncture est inflationniste, les bonnes décisions en matière d'investissement sont bien plus difficiles à prendre.

En outre, dans un climat d'inflation, les prix ne réagissent pas tous de la même façon aux pressions excessives de la demande. Il est alors facile de mal interpréter leur comportement, et on voit souvent apparaître des attentes exagérées au sujet de l'ampleur éventuelle du renchérissement des produits dont les prix augmentent déjà très rapidement. C'est ce qui explique que de tels produits font par moments l'objet de surinvestissement. Habituellement, ce sont les prix des produits de base et des biens immobiliers qui, en période d'inflation, enregistrent les hausses les plus rapides et les plus fortes. L'essor de l'investissement dans l'exploitation de nouvelles sources de produits de base et dans l'acquisition d'entreprises d'exploitation de ressources naturelles vers la fin des années 70 de même que l'explosion de la construction de logements en copropriété et d'immeubles commerciaux dans certains centres urbains vers la fin des années 80 illustrent clairement le phénomène de surinvestissement que provoquent les attentes exagérées issues de l'inflation.

Les coûts liés à la protection contre l'inflation

Au fur et à mesure que l'inflation s'enracine, les entreprises et les particuliers découvrent qu'ils doivent consacrer temps et argent à en contrer les effets. Et cela va bien au delà de la nécessité de réviser et de réimprimer plus fréquemment les listes de prix et les catalogues. Par exemple, la durée des contrats de tout genre raccourcit, les parties contractantes ne voulant pas s'exposer au risque d'être lésées par les effets d'une inflation imprévue; la négociation des contrats devient donc plus ardue. Les acheteurs ont du mal à obtenir des prix fermes pour des produits dont ils recevront livraison plus tard. Les investisseurs se préoccupent davantage de se couvrir contre le risque d'inflation que d'investir dans des activités productives. Au plus fort de la

investors turned in large numbers to assets such as real estate, gold and silver, precious gems and works of art, either to protect themselves against inflation or to try to benefit from it.

Financial contracts for instruments such as deposits, loans and security issues have been particularly affected by the concerns about inflation. The average term of such contracts has shortened dramatically since the early 1970s when inflation became a more persistent and serious problem. The long-term corporate bond market has contracted and 25-year residential mortgages have become virtually unavailable. Too many savers were caught by the rise in inflation during the 1970s and are no longer willing to provide funds at fixed interest rates for extended periods. As a result, such long-term funds are no longer as readily available to private borrowers wishing to invest in long-term assets such as housing or production facilities.

Large and frequent users of financial services have increasingly resorted to some very sophisticated techniques to limit their exposure to inflation-related risks. Examples include interest rate and currency swaps as well as futures and options contracts. The diversion of productive resources to the financial sector in an attempt to provide shelter from the effects of inflation has been substantial.

To attract funds, financial institutions and markets need to compensate savers for inflation. Interest rates therefore are higher by an inflation premium that savers demand as an offset for the declining value of their money. But since future inflation is highly uncertain, interest rates in countries with a history of inflation also carry a further premium to cover the risks caused by uncertainty about inflation. As a result, it is more costly for borrowers to obtain funds to carry out their spending plans.

As well, when high inflation requires a high interest premium to compensate lenders for the eroding value of a loan, borrowers are effectively forced to repay their loans much more rapidly than when prices are stable. With mortgage loans, for example, this forced repayment can push homeowners into financial difficulty, even when house values are rising significantly in response to inflation, because the inflation premium embodied in mortgage rates makes it difficult for them to manage their monthly payments.

While savers may receive compensation through interest rates

période d'inflation de 1980-1981, nombreux étaient les investisseurs qui se sont tournés vers des avoirs comme les biens immobiliers, l'or, l'argent, les pierres précieuses et les oeuvres d'art, soit pour se protéger contre l'inflation, soit pour essayer d'en tirer parti.

Les contrats financiers visant les dépôts, les prêts et les émissions de titres ont été particulièrement touchés par les craintes que suscite l'inflation. L'échéance moyenne de ces contrats s'est raccourcie de façon spectaculaire depuis que l'inflation a pris racine et est devenue un problème grave, c'est-à-dire depuis le début des années 70. Le marché des obligations à long terme des sociétés s'est contracté, et les prêts hypothécaires à l'habitation de 25 ans ont presque totalement disparu. Trop d'épargnants, victimes de la spirale inflationniste des années 70, ne sont plus disposés à fournir des fonds à des taux d'intérêt fixes pour de longues périodes. Il en résulte que les emprunteurs privés désirant acquérir des avoirs à long terme, tels que des logements ou des usines, ne trouvent plus de financement à long terme aussi aisément que par le passé.

Les gros utilisateurs de services financiers ont de plus en plus recours à des techniques très sophistiquées pour limiter les risques inhérents à l'inflation. À cet égard, on peut citer les swaps de taux d'intérêt et de devises ainsi que les contrats à terme et les contrats d'options. Mais il a fallu canaliser des ressources productives considérables vers le secteur financier en vue d'élaborer des mécanismes de protection contre les effets de l'inflation.

Pour attirer les fonds des épargnants, les établissements et les marchés financiers doivent indemniser ces derniers des pertes attribuables à l'inflation. Ainsi, les taux d'intérêt sont majorés d'une prime d'inflation que les épargnants exigent pour compenser la dépréciation de leurs fonds. Mais, étant donné que l'évolution future de l'inflation ne peut être prévue avec certitude, les taux d'intérêt pratiqués dans les pays où l'inflation sévit depuis longtemps comportent également une prime supplémentaire servant à couvrir les risques qui découlent de cette incertitude. Les emprunteurs doivent donc payer plus cher les fonds nécessaires à la réalisation de leurs programmes de dépenses.

De même, lorsqu'une forte inflation entraîne l'imposition d'une prime sous forme de taux d'intérêt élevés visant à indemniser les prêteurs de la dépréciation de leur argent, les emprunteurs sont en fait forcés de rembourser leurs dettes beaucoup plus rapidement qu'ils ne le feraient si les prix étaient stables. Dans le cas des emprunts hypothécaires, par exemple, ce remboursement forcé peut plonger les propriétaires fonciers dans des difficultés financières, et ce, même lorsque la valeur de leur propriété augmente fortement sous l'effet de l'inflation. En effet, à cause de la prime d'inflation, ils ont de plus en plus de difficulté à honorer leurs engagements mensuels.

Les épargnants peuvent recevoir des taux d'intérêt élevés les indemnisant de

for the fact that inflation undermines the value of their savings, they are required to pay tax on the whole of their interest income. With inflation at 4 1/2 per cent, for example, a saver with a 40 per cent marginal tax rate, who earns just under 5 1/2 per cent after tax on a 9 per cent term deposit, is left with a return of less than 1 per cent after inflation. The decline in the effective return on savings during periods of inflation has had negative effects on the incentive to save. And the interaction of inflation with a corporate tax structure that was similarly designed for a world with stable prices has been a significant distorting influence on the behaviour of corporations.

Equity and fairness

The costs of inflation do not fall equally on the population. Some individuals and businesses are better placed than others to protect themselves against inflation, but there is also a good deal of chance involved. Frequently, it is the least sophisticated parts of our economic society that lose out when inflation takes hold. The most widespread examples of inflation losses relate to fixed retirement pensions. At 4 1/2 per cent inflation, such pensions will lose half their value in just over 15 years. People who gain from inflation, whether because of their ability to invest in assets that benefit from inflation or by chance, do so only at the expense of others in the community. These gains do not reflect reward for greater effort or contributions to productivity. As a result, inflation leaves a sense of great unfairness in a society, and it undermines the sense of equality of opportunity that is at the base of a successful market economy.

'Living with inflation' is no answer

One solution that has been proposed to deal with this unfairness, while at the same time avoiding the effort and discipline that is required to return to price stability, is to adjust our economic arrangements to try to live with inflation. The idea is to protect individuals against losses from inflation through indexing all types of incomes and payments. The authorities would aim at stabilizing the inflation rate and, it is contended, the economy would readily adjust to that stable rate, and the costs of inflation would be avoided.

l'érosion de la valeur de leur épargne par l'inflation, mais ils doivent tout de même payer des impôts sur l'intégralité de leurs revenus en intérêts. Lorsque l'inflation se situe à 4 1/2 %, par exemple, un épargnant dont les revenus sont imposés à un taux marginal de 40 % et recevant par conséquent un peu moins de 5 1/2 % après impôt sur un dépôt à terme à 9 % obtient en fait un rendement inférieur à 1 %, une fois prise en compte l'inflation. La baisse de la rémunération effective de l'épargne en période d'inflation a des effets négatifs sur la propension à épargner. Le comportement des entreprises est également grandement faussé par l'interaction entre l'inflation et une structure fiscale conçue en fonction d'un monde libre d'inflation.

Les notions d'équité et de justice

Les coûts de l'inflation ne se répartissent pas également sur l'ensemble de la population. Certains particuliers et certaines entreprises peuvent mieux que d'autres se protéger contre l'inflation, mais le hasard joue aussi un grand rôle. Souvent, lorsque l'inflation s'incruste, ce sont, dans notre société, les groupes moins favorisés ou ceux qui ne disposent pas de mécanismes de protection sophistiqués qui sont les perdants. L'exemple le plus courant est celui des bénéficiaires de pensions non indexées. Au rythme annuel de 4 1/2 %, l'inflation peut amputer ces pensions de la moitié de leur valeur en un peu plus de quinze ans. Ceux à qui l'inflation profite, que ce soit grâce à leur capacité d'investir dans des avoirs qui se valorisent sous l'effet de l'inflation ou encore par pur hasard, le font au détriment d'autres membres de la collectivité. Les gains qu'ils réalisent ainsi ne récompensent pas un surcroît d'efforts ou une augmentation de la productivité. C'est pourquoi l'inflation engendre un profond sentiment d'injustice au sein de la société et ébranle la foi dans l'égalité des chances qui est la base d'une économie de marché efficace.

Composer avec l'inflation ne règle rien

Afin de corriger cette injustice sans l'effort et la discipline qui seraient nécessaires pour retrouver la stabilité des prix, certains ont proposé que nous ajustions nos pratiques économiques de façon à composer avec l'inflation. Ce qu'ils suggèrent dans la pratique, c'est d'indexer tous les types de revenus et de paiements afin de protéger les particuliers contre les pertes résultant de l'inflation. Les autorités n'auraient alors qu'à stabiliser le taux d'inflation à un niveau donné; l'économie, prétend-on, s'ajusterait aisément à ce taux, et les coûts entraînés par l'inflation seraient évités.

L'expérience vécue par le Canada depuis le début des années 70 sur le front de l'inflation montre bien qu'une économie aussi complexe que la nôtre ne

The experience of Canada in dealing with inflation since the early 1970s is a good indication that an economy as complex as ours does not move easily or quickly to adjust to inflation. Clearly, the costs of changing our institutions in order to live with inflation are high. It is not just a matter of indexing incomes. Major changes would be required not only in the personal and corporate tax systems but also in legal arrangements, accounting standards and many other aspects of economic life. It is a telling fact that after 20 years during which inflation averaged 7 per cent, most institutional arrangements have not adapted to take account of inflation.

But even if the institutional changes were made, living with inflation would not be a credible policy. By seeking to stabilize the inflation rate at its current level, the authorities would demonstrate their unwillingness to take the actions required to combat inflation. It is unlikely therefore that anyone would believe that if some adverse development suddenly pushed inflation up to a higher level, the required anti-inflationary actions would be taken. Monetary policy aimed at stabilizing inflation at a given level would constantly be battling against such scepticism. Countries that have gone furthest in indexing their economic systems have typically found themselves facing higher and higher rates of inflation that have put at risk the entire institution of money. A policy of tolerating inflation systematically undermines the capacity of a country to produce good economic performance.

* * *

To avoid the burden that inflation imposes on the economy requires a monetary policy that is firmly directed to reaching and maintaining price stability. It is only with stability in the general price level that a sound basis can be provided for investment and lending decisions and the most effective use will be made of the economy's resources. At the same time, the extensive effort and resources devoted to coping with inflation can be put to more productive use and the unfairness to those who cannot protect themselves from inflation will be eliminated.

s'ajuste ni aisément ni rapidement à l'inflation. De toute évidence, le processus d'adaptation de nos institutions à un climat d'inflation comporte des coûts élevés. Il ne s'agit pas uniquement ici d'indexer les revenus. Il faudrait aussi modifier en profondeur non seulement le mode d'imposition des particuliers et des sociétés, mais également certaines dispositions légales, conventions comptables et beaucoup d'autres aspects de la vie économique. N'est-il pas révélateur à cet égard que la plupart des arrangements institutionnels ne se soient toujours pas adaptés à l'inflation après vingt ans au cours desquels celle-ci a été de 7 % en moyenne?

Même si des changements d'ordre institutionnel s'opéraient, une politique de tolérance à l'égard de l'inflation ne serait pas une politique crédible. En cherchant à stabiliser le taux d'inflation à son niveau du moment, les autorités montreraient qu'elles ne sont pas prêtes à prendre les mesures qu'il faut pour combattre l'inflation. Par conséquent, si l'inflation grimpeait soudainement sous l'effet d'une conjoncture défavorable, il est à peu près certain que personne ne croirait que les autorités sont disposées à prendre les mesures appropriées pour enrayer cette hausse. Une politique monétaire visant la stabilisation de l'inflation à un niveau donné serait constamment en butte à un tel scepticisme. Les pays qui sont allés le plus loin dans la voie de l'indexation des divers revenus et paiements ont en général enregistré des taux d'inflation de plus en plus élevés, qui ont mis en danger les fondements mêmes de l'institution qu'est la monnaie. Une politique de tolérance à l'égard de l'inflation mine systématiquement la capacité d'un pays d'obtenir de bons résultats économiques.

* * *

Pour éviter le fardeau que l'inflation impose à l'économie, il est indispensable que la politique monétaire soit résolument orientée vers la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Seule la stabilité du niveau général des prix peut fournir une base saine aux décisions en matière d'investissement et d'octroi de crédit et garantir l'utilisation la plus efficace possible des ressources économiques. Elle permettra aussi d'affecter à des fins plus productives les ressources et les efforts considérables mobilisés pour contrer l'inflation et d'éviter un sort injuste à ceux qui ne peuvent se protéger contre cette dernière.