



Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation

Document d'information — novembre 2011



Table des matières

Introduction	2
1. L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation	4
2. La réduction du taux cible d'inflation	10
3. Le ciblage du niveau des prix	17
4. La politique monétaire et la stabilité financière	25
5. Programme de recherches futures	35
6. L'approche flexible de la Banque en matière de ciblage de l'inflation	37
Bibliographie	40



Introduction

Le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. En vertu de l'entente conclue, la Banque continuera de mener une politique monétaire axée sur le maintien de l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

Le Canada a adopté en 1991 un régime de ciblage de l'inflation, dont la cible est fixée à 2 % depuis 1995. Mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), l'inflation s'est située en moyenne très près de 2 % au cours de cette période, et l'écart-type de l'inflation a diminué des deux tiers environ par rapport aux années 1970 et 1980. En d'autres termes, l'inflation est devenue basse, stable et prévisible.

Les Canadiens et les Canadiennes en ont bénéficié de maintes façons. Ainsi, les progrès accomplis à ce chapitre ont permis aux consommateurs et aux entreprises de gérer leur situation financière en sachant mieux ce que sera le pouvoir d'achat futur de leur épargne et de leurs revenus. Les taux d'intérêt, tant nominaux que réels, ont été plus faibles pour toute une gamme d'échéances. De façon générale, le niveau bas, stable et prévisible de l'inflation a favorisé une croissance économique plus régulière au pays, ainsi qu'un taux de chômage moins élevé et moins variable.

Les résultats enregistrés depuis le dernier renouvellement de l'entente en matière de maîtrise de l'inflation, en 2006, ont mis en lumière ces avantages, en particulier la stabilité relative de l'économie canadienne au cours de la récente crise économique et financière mondiale, la plus importante à survenir en 75 ans. La section 1 du présent document passe en revue l'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation.

Lors du dernier renouvellement, la Banque s'est engagée à poursuivre l'étude des améliorations susceptibles de renforcer la performance du régime actuel. Elle a mis sur pied un ambitieux programme de recherche concerté dans le but d'évaluer si deux changements précis — l'adoption d'une cible d'inflation inférieure ou le ciblage d'une trajectoire pour le niveau des prix — pourraient procurer des avantages nets à l'économie et aux ménages canadiens. Par la suite, la crise économique qui a sévi dans le monde a rappelé de manière percutante que la stabilité des prix et la stabilité financière sont intimement liées et que si l'on vise la première sans égard à la deuxième, on risque fort de ne réaliser ni l'une ni l'autre. En plus

d'apporter un éclairage différent aux recherches en cours à la Banque, l'expérience de la crise a incité cette dernière à ajouter une troisième question à son programme de recherche en prévision du renouvellement : déterminer la mesure dans laquelle la Banque devrait tenir compte de considérations liées à la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire.

Les sections 2, 3 et 4 font état des résultats et des conclusions de la Banque en ce qui a trait à ces trois questions. Comme il est exposé à la section 2, les recherches menées ont renforcé les arguments militant en faveur de l'abaissement de la cible d'inflation, même si les risques d'une telle option s'avèrent plus élevés que ce qui avait été estimé auparavant. La poursuite d'une cible d'inflation inférieure intensifierait le risque que surviennent des épisodes plus fréquents et plus graves où les taux d'intérêt nominaux avoisinent la borne du zéro. C'est là une préoccupation qui doit maintenant être davantage prise au sérieux à la lumière de la crise récente. La section 3 passe en revue les travaux de la Banque sur le ciblage du niveau des prix, lesquels ont mis en relief les avantages théoriques d'un tel régime de même que les défis que présenterait leur réalisation. La section 4 traite des interactions entre la stabilité financière, la stabilité macroéconomique et les politiques pouvant s'appliquer à l'une et à l'autre, et expose les enseignements qu'il convient de tirer de la crise en ce qui a trait à la politique monétaire du Canada. Ces enseignements confortent la valeur du régime flexible de ciblage de l'inflation du pays, notamment sa capacité de faire face à des chocs extérieurs et le rôle occasionnel qu'il joue pour favoriser la stabilité financière.

La Banque reste déterminée à poursuivre ses recherches sur le cadre de formulation de la politique monétaire. La section 5 décrit le programme de recherche qu'elle s'est fixé à cet égard. La priorité sera d'en étendre la portée afin de mieux saisir les interactions entre le système financier et l'économie réelle, en mettant l'accent sur leurs implications pour la conduite de la politique monétaire au Canada. La section 6, quant à elle, résume l'approche flexible de la Banque en matière de ciblage de l'inflation à l'intérieur du cadre de mise en œuvre de la politique monétaire au pays.

1. L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation

Le Canada a adopté sa première cible d'inflation en février 1991. L'objectif consistait à ramener initialement le taux d'inflation, qui se situait entre 4 et 5 % environ, à 2 % avant la fin de 1995, pour ensuite le maintenir à ce niveau bas, stable et prévisible. La cible d'inflation a été reconduite à cinq reprises depuis 1991 (soit en 1993, 1998, 2001, 2006, et aujourd'hui en 2011).

L'efficacité du régime de ciblage de l'inflation du Canada était bien établie au moment du dernier renouvellement de l'entente, en 2006. Les principaux avantages escomptés d'un tel régime s'étaient matérialisés et, dans certains cas, avaient dépassé les attentes. L'inflation a rapidement reculé après l'introduction de la cible d'inflation, pour avoisiner en moyenne 2 % entre 1991 et 2006. La volatilité de l'inflation a également fortement diminué par rapport à la période antérieure à l'adoption du régime. Une fois que la crédibilité de celui-ci a été avérée, les attentes d'inflation ont aussi convergé vers la cible de 2 %, ce qui s'est traduit par des taux d'intérêt plus bas et plus stables sur l'ensemble de la courbe de rendement. La croissance économique réelle a été plus vigoureuse et nettement plus stable au cours des quinze premières années d'application du régime au Canada que pendant la période qui a précédé son entrée en vigueur, et le taux de chômage est tombé à son plus bas niveau en trente ans.

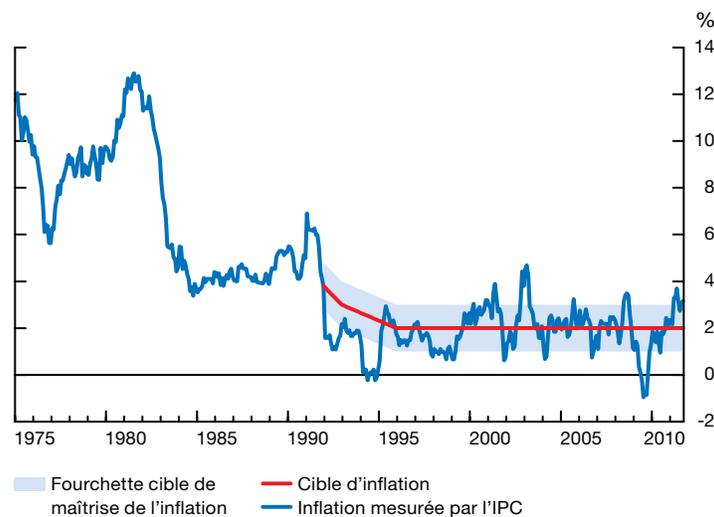
Le régime de ciblage de l'inflation a joué un rôle majeur dans l'amélioration de la tenue de l'économie canadienne pendant cette période (Jenkins et O'Reilly, 2001; Longworth, 2002). Il a aidé les ménages et les entreprises du pays à mieux décoder les signaux transmis par les prix, à réagir plus rapidement aux variations des prix relatifs et, de façon générale, à allouer plus efficacement les ressources. Bien d'autres facteurs ont aussi été à l'œuvre, notamment l'instauration d'une politique budgétaire saine au Canada ainsi que des réformes structurelles. En outre, l'économie canadienne a bénéficié d'une conjoncture mondiale relativement clémente qu'il est désormais convenu d'appeler la Grande Modération. Face aux perturbations, l'économie a également affiché une flexibilité et une capacité d'adaptation plus grandes qu'au cours des années 1970 et 1980.

La crise économique et financière qui a sévi à l'échelle mondiale en 2008-2009 représente un choc beaucoup plus important que ce à quoi l'économie canadienne a été confrontée depuis qu'une cible d'inflation est en vigueur; de fait, elle a soumis le régime à un test sans précédent. Les résultats du test ont été probants, et l'expérience a fourni de précieux enseignements pour l'avenir et renforcé la valeur de la flexibilité du régime.

Même si le Canada n'a pu éviter les pressions aiguës à la baisse qui s'exerçaient sur l'activité économique et l'inflation à la fin de 2008, alors que l'économie mondiale était plongée dans une récession profonde et synchronisée, les effets au pays ont été relativement limités. La récession s'est révélée la plus modérée en trente ans¹, l'inflation étant retournée rapidement à la cible de 2 % (**Graphique 1**) et la production ayant regagné en l'espace de deux ans le sommet qu'elle avait atteint avant la récession. Comme le montre le **Tableau 1**, le taux moyen et la volatilité de l'inflation mesurée par l'IPC global depuis le dernier renouvellement de l'entente en 2006 — une période dominée par la crise et ses répercussions — n'ont pas été sensiblement différents des autres périodes qui ont suivi l'adoption du régime de ciblage de l'inflation. Aux États-Unis, en revanche, la volatilité de l'inflation mesurée par l'IPC s'est nettement accrue.

Graphique 1 : Inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation

Taux d'augmentation sur douze mois, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2011

Cette volatilité de l'inflation mesurée par l'IPC global reflète en partie les fluctuations exceptionnellement prononcées des cours des produits de base et contraste avec la plus grande stabilité relative de l'inflation mesurée par l'indice de référence ces cinq dernières années (**Note technique 1**). En ce qui a trait à l'économie réelle, alors que la croissance du PIB réel a été plus faible, en moyenne, depuis le renouvellement de l'entente en 2006, en raison de la première récession à survenir au Canada en près de deux décennies, le taux de chômage moyen a été très comparable au niveau observé au cours de la période antérieure de cinq ans caractérisée par une expansion ininterrompue.

Le régime de ciblage de l'inflation du Canada s'est avéré un atout appréciable tout au long de la crise. Il a fourni un cadre clair dans lequel la Banque a pu mettre en œuvre les mesures de relance monétaire énergiques qui s'imposaient en réponse à cet important choc d'origine externe. En avril 2009, la Banque a abaissé le taux directeur pour l'établir à son plus bas niveau possible et donné des indications extraordinaires quant à l'orientation future de la politique monétaire en s'engageant à maintenir le taux à

¹ La hausse du taux de chômage, de son creux d'avant la récession jusqu'à son sommet pendant la récession de 2008-2009, s'est chiffrée à 2,8 points de pourcentage, contre 4,9 durant la récession du début des années 1990 et 6,0 pendant la récession du début de la décennie 1980. La perte de production cumulative au cours de la récession de 2008-2009 a aussi été nettement plus faible qu'au cours des deux cycles précédents.

Tableau 1 : Résultats économiques du Canada

Moyenne (%)				
	1975M1- 1991M1	1991M2- 2011M10	1991M2- 2006M10	2006M11- 2011M10
Taux d'augmentation de l'IPC sur 12 mois	7,1	2,0	2,1	1,9
Croissance du PIB réel ¹	3,0	2,6	3,1	1,1
Taux de chômage ²	8,9	8,2	8,6	7,1
Taux d'intérêt à 3 mois ³	10,9	4,1	4,7	2,2
Taux d'intérêt à 10 ans ⁴	10,7	5,6	6,2	3,5
Écart-type				
	1975M1- 1991M1	1991M2- 2011M10	1991M2- 2006M10	2006M11- 2011M10
Taux d'augmentation de l'IPC sur 12 mois	2,9	1,2	1,2	1,1
Croissance du PIB réel ¹	3,6	2,5	2,0	3,3
Taux de chômage ²	1,7	1,6	1,6	1,0
Taux d'intérêt à 3 mois ³	3,0	2,1	1,8	1,7
Taux d'intérêt à 10 ans ⁴	2,0	1,9	1,6	0,5

Nota : Les données de l'IPC vont jusqu'à septembre 2011 et celles du PIB réel jusqu'au deuxième trimestre de 2011.

1. Taux de croissance trimestriel annualisé pour les trimestres des périodes considérées
2. Les données remontent à janvier 1976 en raison de l'introduction d'une nouvelle enquête sur la population active à ce moment-là.
3. Il s'agit du taux du papier de premier choix des sociétés non financières à 3 mois selon Statistique Canada (série v121812, tableau 176-0041).
4. Pour des raisons liées à la disponibilité des données, le taux d'intérêt à 10 ans correspond au rendement des obligations d'État de plus de 10 ans avant juin 1982 (Statistique Canada, tableau 176-0041, série v121758), et après cette date, le taux est fondé sur le rendement des obligations d'État à 10 ans, toujours selon Statistique Canada (tableau 176-0041, série v121790).

Note technique 1

L'inflation mesurée par l'indice de référence et la tendance sous-jacente de l'inflation

La cible d'inflation est définie en fonction du taux d'augmentation sur douze mois de l'indice global des prix à la consommation. Celui-ci fournit en effet l'estimation la plus pertinente de l'évolution du coût de la vie pour la majorité des Canadiens.

Les prix de certains biens et services inclus dans le panier de l'IPC global sont particulièrement volatils, notamment s'ils sont fortement tributaires des cours mondiaux des produits de base. Comme les mouvements de ces prix ne sont pas censés persister au-delà de la période nécessaire pour que les effets de la politique monétaire se fassent pleinement sentir, il ne serait pas indiqué que la Banque ait pour seul guide le taux d'accroissement de l'IPC global du moment pour formuler une politique monétaire permettant d'atteindre la cible d'inflation dans l'avenir. Par conséquent, la Banque cherche à faire abstraction des fluctuations transitoires de ce taux en se fondant sur des mesures jugées plus représentatives de la tendance sous-jacente de l'inflation. Ces mesures de l'inflation « fondamentale » servent à orienter ses interventions au regard de la cible établie pour l'évolution de l'IPC global en donnant un aperçu de la trajectoire que suivrait cet indice en l'absence de mesures correctrices de politique monétaire. Autrement dit, l'inflation fondamentale est suivie de près afin de faciliter

Note technique 1 (suite)

l'atteinte de la cible fixée pour l'IPC global — non parce qu'on substitue à celle-ci une autre cible basée sur l'inflation sous-jacente.

La mesure de l'inflation fondamentale que privilégie la Banque, IPCX, exclut bon nombre des composantes les plus volatiles du panier de l'IPC global¹. On peut voir dans le **Tableau 1-A** que la variabilité d'IPCX est bien inférieure à celle de l'IPC global; de plus, les taux d'augmentation moyens de l'IPC global et d'IPCX pour toutes les sous-périodes écoulées depuis que le Canada a adopté une cible d'inflation sont similaires.

Tableau 1-A : Évolution comparée de l'inflation selon l'IPC global et l'indice de référence

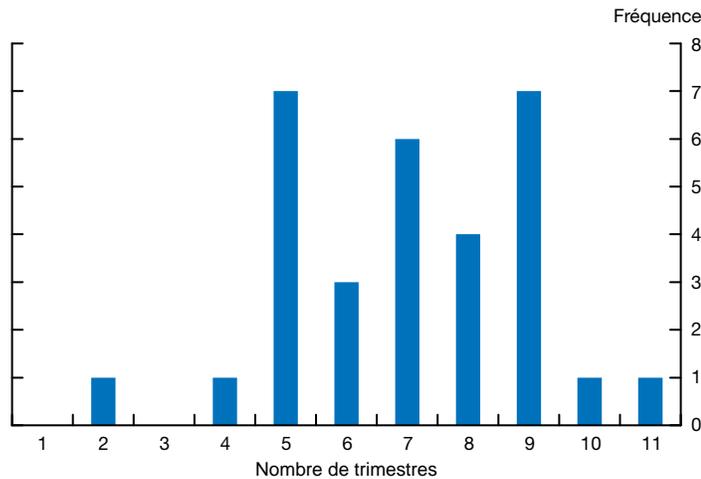
Taux d'accroissement sur 12 mois				
	1991M2-1995M11	1995M12-2001M4	2001M5-2006M10	2006M11-2011M9
IPC global	2,2	1,8	2,3	1,8
Indice de référence (IPCX)	2,1	1,5	2,0	1,8
Écart-type				
	1991M2-1995M11	1995M12-2001M4	2001M5-2006M10	2006M11-2011M9
IPC global	1,8	0,7	0,9	1,1
Indice de référence (IPCX)	0,4	0,3	0,4	0,4

Aucune des mesures de l'inflation fondamentale, y compris IPCX, ne rend parfaitement compte de la tendance sous-jacente de l'inflation à un moment en particulier, puisque ces mesures peuvent, elles aussi, être influencées par des facteurs passagers. C'est pourquoi la Banque se penche sur un large éventail d'indicateurs pour évaluer l'inflation sous-jacente, mais ne se fie à aucun exclusivement. Elle entend continuer de privilégier IPCX comme indice de référence pour mesurer l'inflation fondamentale, tout en réexaminant régulièrement son utilité et celle d'autres indicateurs.

Comme par le passé, la Banque fera amplement appel à son jugement pour évaluer la tendance sous-jacente de l'inflation à partir d'IPCX et d'autres mesures de l'inflation fondamentale, parallèlement à différents indicateurs, de façon à maintenir le taux d'accroissement de l'IPC global à la cible au fil du temps.

¹ Pour établir IPCX, on a exclu de l'indice global huit de ses composantes — soit les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires — ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, tout en précisant que cet engagement était explicitement conditionnel aux perspectives en matière d'inflation. La Banque a aussi tiré parti de la flexibilité associée au régime de ciblage de l'inflation du Canada pour varier l'horizon visé pour le retour de l'inflation à 2 %; de fait, elle a allongé celui-ci au-delà de deux ans afin de modérer la volatilité excessive. Si, au cours des vingt dernières années, la Banque a cherché à ramener l'inflation à la cible à un horizon de six à huit trimestres en moyenne — ce qui témoigne de la nature des chocs subis par l'économie durant cette période —, cet horizon a toutefois connu des variations considérables. Selon les projections publiées par la Banque depuis 1998 dans le *Rapport sur la politique monétaire*, avril 2009 marquait

Graphique 2 : Horizon de référence de l'inflation mesurée par l'IPC global, en glissement annuel

■ Horizons de la cible d'inflation indiqués dans les livraisons du *Rapport sur la politique monétaire* parues entre 1998 et octobre 2011

Source : Banque du Canada

la huitième occasion où l'institution a étendu son horizon de référence à plus de huit trimestres, tandis qu'à plusieurs autres reprises, elle l'a ramené à moins de six trimestres (**Graphique 2**).

En outre, pendant la crise, la Banque a prorogé les échéances de ses mécanismes de prêt à court terme de façon à appuyer la liquidité du système financier et à renforcer les mesures exceptionnelles de relance monétaire en place. Le régime de ciblage de l'inflation du Canada, qui jouit d'une grande crédibilité, s'est avéré un point d'ancrage d'une importance cruciale pendant cette période de turbulence, en procurant à la Banque un objectif ferme sur lequel axer ses mesures de soutien et en offrant aux marchés financiers et au public un moyen clair de comprendre le raisonnement qui sous-tendait ces mesures. Cette compréhension s'est traduite par une stabilité relative des attentes d'inflation durant la crise, lesquelles sont demeurées bien ancrées à la cible de 2 % (**Graphique 3**)².

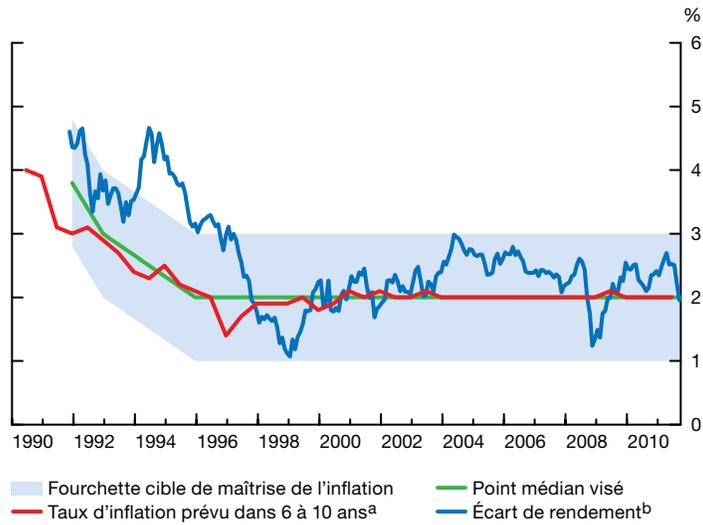
En plus de la détente monétaire fournie par la Banque à l'intérieur du régime de ciblage de l'inflation, la rigueur des politiques intérieures au sens large et du cadre de réglementation a été déterminante dans la résilience de l'économie canadienne face à la crise mondiale. Des années de prudence budgétaire ont procuré aux gouvernements canadiens la marge de manœuvre nécessaire pour absorber le choc et contribuer à la reprise. Le système bancaire canadien était solide, géré prudemment et bien doté en capital, et la situation financière des entreprises et des ménages était relativement saine.

Le régime de ciblage de l'inflation du Canada a maintenant prouvé sa valeur dans les périodes agitées comme dans les plus calmes. Malgré son succès, il incombe à la Banque de tirer les enseignements qui s'imposent de la crise, en particulier des expériences d'autres pays pour lesquels la stabilité des prix n'a pas suffi à empêcher le désastre économique et financier. Ces leçons ont eu une influence sur l'opinion de la Banque concernant les trois questions sur lesquelles repose le programme de recherche relatif au cadre de conduite de la politique monétaire du Canada et qui font l'objet des sections suivantes.

² En plus des attentes d'inflation, l'écart de rendement entre les obligations à rendement nominal et à rendement réel peut varier en fonction d'un certain nombre de facteurs, notamment la liquidité relative des instruments.

Graphique 3 : Mesures des attentes d'inflation

Données mensuelles



a. Le taux d'inflation prévu dans 6 à 10 ans est tiré de l'enquête semestrielle de Consensus Economics Inc.

b. Écart de rendement entre les obligations à rendement nominal et à rendement réel à 30 ans
(données mensuelles)

Sources : Consensus Economics Inc. et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : septembre 2011

2. La réduction du taux cible d'inflation

Comme cela a été établi à la section 1, le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible au cours des vingt dernières années a amélioré le bien-être économique des Canadiens, en éliminant en grande partie l'incertitude et les coûts économiques associés à l'inflation élevée et variable que les Canadiens ont connue durant les années 1970 et 1980. Toutefois, la poursuite d'une cible d'inflation de 2 % ne permet pas de supprimer totalement les coûts de l'inflation. La réalisation de cette cible fait tout de même doubler le niveau des prix environ tous les 35 ans, ce qui peut contribuer à l'illusion monétaire et, de manière plus générale, compliquer la prise de décisions intertemporelles. Lors du dernier renouvellement de l'entente, en 2006, la Banque a donc lancé un ambitieux programme de recherche afin de déterminer si la poursuite d'une cible d'inflation inférieure à 2 % engendrerait un bénéfice appréciable pour l'économie et les ménages canadiens.

Compte tenu des résultats de ces recherches et de l'expérience acquise ces dernières années, la Banque est d'avis qu'une cible d'inflation inférieure à 2 % pourrait procurer certains avantages supplémentaires à la population canadienne, car elle ferait baisser davantage les coûts de l'inflation. Cependant, la poursuite d'une cible plus basse occasionnerait, comme l'a clairement fait ressortir la récente crise, des risques et des coûts additionnels liés à la borne du zéro. À cet égard, les avantages nets de la poursuite d'une cible d'inflation inférieure sont très incertains.

Les avantages d'une inflation plus basse

L'objectif ultime du maintien d'une inflation basse est de préserver la valeur de la monnaie. Même si de nombreux aspects de l'économie se sont adaptés à une inflation basse, stable et prévisible, certaines distorsions coûteuses demeurent.

Les chercheurs ont cerné quatre importants canaux par lesquels l'inflation crée des distorsions coûteuses dans l'économie. Premièrement, l'inflation peut engendrer de l'incertitude du fait que les variations de prix n'envoient pas nécessairement de signaux clairs quant à la demande relative d'un produit donné, ce qui peut mener à une prise de décisions erronées *ex post* ainsi qu'à une allocation inefficace des ressources (Lucas, 1973). Par ailleurs, bon nombre de contrats étant établis en termes nominaux, la variabilité accrue associée à une inflation plus élevée peut conduire à des redistributions aléatoires de plus grande ampleur du revenu et de la richesse. Ainsi, une inflation plus forte que prévu fait baisser la valeur réelle des actifs et des

passifs nominaux, opérant un transfert de richesse des créanciers aux débiteurs. La poursuite d'une cible d'inflation plus basse peut donc diminuer ces incertitudes et favoriser par le fait même un fonctionnement plus efficient de l'économie³.

Deuxièmement, divers types de rigidité des prix et des salaires peuvent rendre l'inflation coûteuse (Woodford, 2003). Dans la mesure où les rajustements des prix par les entreprises sont peu fréquents et sont échelonnés dans le temps, une inflation plus basse aura pour effet d'atténuer la dispersion des prix, ce qui pourra donner lieu à une allocation plus efficace des ressources et, par conséquent, à une hausse des niveaux de production globale et de bien-être économique. Du fait de la rigidité des prix produite par l'établissement des contrats en termes nominaux, l'inflation peut aussi réduire les bénéfices escomptés, entraînant une diminution de la valeur attachée à l'innovation, qui bride l'investissement et la productivité. De même, les contrats de salaire échelonnés et la rigidité à la baisse des salaires nominaux peuvent créer des distorsions sur les marchés du travail et dans l'ensemble de l'économie, ces distorsions étant fonction du niveau de l'inflation.

Troisièmement, en gonflant certaines catégories de revenus nominaux (les revenus d'intérêt et les gains en capital, par exemple), l'inflation accroît la valeur réelle des obligations fiscales, même si les revenus réels ne changent pas (Feldstein, 1997). Il en va ainsi même lorsque le régime fiscal est pleinement indexé sur l'inflation, comme c'est le cas au Canada. En outre, le recours par les entreprises à la comptabilisation au coût historique de l'investissement et de l'amortissement liés aux stocks dans le calcul des impôts peut entraîner, dans un contexte de montée du niveau général des prix, une réduction de la valeur réelle des déductions et donc une surestimation des bénéfices. Résultat, le taux d'imposition effectif est plus élevé et l'investissement diminue.

Quatrièmement, l'inflation prélève un coût sur les actifs très liquides, comme la monnaie, dont le taux de rendement est minimal ou nul et ne s'ajuste pas pleinement en fonction de l'inflation⁴. Une inflation tendancielle moindre ferait baisser ce coût, ce qui encouragerait la détention d'encaisses de transaction et faciliterait les échanges. De plus, les ménages à revenu plus modeste en particulier disposeraient ainsi d'un moyen d'épargne moins coûteux, compte tenu des coûts associés aux transactions financières servant à se prémunir contre l'inflation.

Au moment du dernier renouvellement de l'entente, il avait été établi que la poursuite d'une cible d'inflation de 2 % atténuait ces coûts dans une large mesure. Depuis, d'autres recherches ont été effectuées à la Banque dans le but de quantifier les avantages potentiels d'un nouvel abaissement du taux cible. Ces recherches, axées sur le comportement en matière d'établissement des prix et sur la réduction des obstacles à la détention de monnaie, ont généralement apporté des arguments plus solides à l'appui d'un taux cible d'inflation plus bas, voire légèrement négatif (**Note technique 2**). Toutefois, les gains résultant d'une nouvelle diminution de l'inflation au Canada demeurent entachés d'une incertitude considérable, étant donné que les modèles employés pour mesurer les avantages additionnels d'une

³ Peu importe le taux cible d'inflation retenu, l'évolution du niveau des prix à long terme est entachée d'une plus grande incertitude en régime de ciblage de l'inflation que dans un régime où la banque centrale tenterait d'inverser les déviations passées de l'inflation par rapport à la cible. La question de savoir si le ciblage du niveau des prix peut réduire cette forme d'incertitude est examinée à la section 3.

⁴ Milton Friedman (1969) a observé que la monnaie ne coûte essentiellement rien à produire, mais facilite les échanges. Puisque l'inflation constitue effectivement une taxe sur les encaisses monétaires, Friedman a conclu que le taux d'inflation qui permettrait d'optimiser celles-ci et qui pourrait le mieux contribuer à l'efficience de l'économie devait être négatif et correspondre en gros au taux d'intérêt réel d'équilibre ou neutre.

Note technique 2

Résultats de nouvelles recherches sur les avantages d'une diminution de l'inflation

Depuis 2006, la Banque a élargi dans plusieurs directions importantes le champ des recherches menées sur les avantages d'une baisse du taux d'inflation. Ainsi, certains travaux prometteurs ont permis d'intégrer dans un modèle de type nouveau keynésien tant la croissance que la présence de contrats fixant les salaires nominaux. Amano, Moran, Murchison et Rennison (2009), par exemple, s'intéressent à la valeur optimale du taux d'inflation dans le contexte d'un modèle où la croissance de la productivité est exogène et où les prix et les salaires nominaux sont établis au moyen de contrats échelonnés. Les résultats qu'ils obtiennent donnent à penser que le taux d'inflation optimal est négatif : la déflation compenserait en partie la rigidité des salaires nominaux en faisant en sorte que les salaires réels augmentent à mesure que la productivité du travail s'accroît. Lorsque le modèle est doté de paramètres réalistes, l'incidence de la déflation sur les salaires est plus déterminante pour le bien-être que la dispersion des prix, ce qui implique qu'un taux de déflation qui avoisine le taux de croissance de la productivité est optimal. Amano, Moran, Murchison et Rennison arrivent aussi à la conclusion que l'abaissement du taux d'inflation de 2 % au taux optimal donne lieu à une amélioration du bien-être plus marquée que les estimations dont font état les travaux antérieurs, notamment ceux dans lesquels la fixation des prix au moyen de contrats échelonnés est la seule friction.

Amano, Carter et Moran (2010) examinent les liens entre l'inflation et la croissance dans un modèle à croissance endogène. Selon ces auteurs, l'inflation tendancielle peut avoir d'importantes répercussions négatives sur le taux de croissance d'une économie. Le modèle utilisé en est également un où la fixation des prix et des salaires nominaux est échelonnée dans le temps. Le fait que les prix ne puissent être révisés en tout temps (en raison de l'existence de contrats échelonnés) donne lieu à des décisions inefficaces *ex ante* en matière de prix et, par conséquent, à une baisse des bénéfices attendus (comparativement à ce qui serait le cas en l'absence d'inflation). Comme les entreprises s'attendent à un recul de leurs bénéfices, la valeur attachée à l'innovation diminue et les investissements consentis à la recherche-développement s'amenuisent, ce qui pèse sur le taux de croissance de l'économie. Amano, Carter et Moran observent dans l'ensemble des gains de bien-être encore plus considérables que ceux que relèvent Amano, Moran, Murchison et Rennison (2009).

Dans d'autres travaux menés à la Banque, Cao et autres (2009) mesurent les effets d'une réduction de la cible d'inflation à long terme sur le bien-être à l'aide d'un modèle de cycle de vie à agents hétérogènes axé sur le logement, la dette nominale et la monnaie. Le modèle est construit sous l'hypothèse plausible que les transactions liées au logement et à la dette ont un coût, mais pas les transactions monétaires, ce qui confère à la monnaie un avantage naturel en tant que moyen de protection contre le risque idiosyncrasique de volatilité du revenu. Les chercheurs constatent que si l'on ramène le taux d'inflation à long terme de 2 à 1 %, on réduit le coût de détention de la monnaie et favorise par le fait même le recours à celle-ci pour se protéger. Ils concluent que non seulement la diminution du taux d'inflation accroîtrait le niveau de bien-être global, mais qu'elle améliorerait le bien-être de la majorité de la population.

inflation plus basse ont produit un éventail d'estimations. Qui plus est, ces modèles ne tiennent généralement pas compte de l'ensemble des coûts et des risques associés à des taux d'inflation très bas. La récente crise a fait ressortir l'importance de ces coûts et de ces risques (cette question est analysée ci-après).

Les coûts et les risques liés à une inflation plus basse

Lors du dernier renouvellement de la cible, il était admis que le coût le plus important pouvant découler de l'adoption d'une cible d'inflation inférieure à 2 % serait le risque d'épisodes plus fréquents et plus graves où les taux d'intérêt nominaux avoisineraient la borne du zéro (Summers, 1991). Toutefois, à ce moment-là, le Japon était le seul exemple récent d'une économie affichant des taux d'intérêt effectivement nuls. Plus récemment, comme de nombreux pays avancés, dont le Canada, ont été confrontés à la borne du zéro, les risques et les coûts qui en résultent doivent maintenant être pris plus au sérieux. Il convient cependant de noter que ces expériences seront utiles, car elles fournissent des enseignements additionnels sur la façon de composer avec la borne du zéro.

Plus la cible d'inflation est basse, plus le taux directeur nominal « d'équilibre » est bas, et donc, plus les chocs sont susceptibles de pousser les taux d'intérêt à proximité de la borne du zéro en périodes « normales ». Des travaux de recherche menés à la Banque et ailleurs donnent à penser que les épisodes où les taux d'intérêt avoisinent la borne du zéro devraient être assez rares quand la cible d'inflation est de 2 %, mais que, quand la cible est plus basse, la probabilité qu'un tel épisode survienne durant un cycle économique normal augmente, puisque cette probabilité est multipliée par quatre lorsque la cible est de 1 %, et par seize lorsque la cible est fixée à 0 %⁵. De plus, les modèles d'estimation utilisés ne tiennent pas tous pleinement compte des risques extrêmes et des effets de rétroaction financiers négatifs tels que ceux qu'on a observés durant la crise, ou encore ils n'intègrent pas tous la possibilité que le taux d'intérêt réel d'équilibre ait décliné au fil du temps. La prise en compte appropriée de ces facteurs pourrait signifier que le risque de buter sur la borne du zéro est encore plus grand⁶.

Les coûts associés à la contrainte de la borne du zéro dépendent de l'efficacité, de la fiabilité et des coûts des instruments de politique monétaire non traditionnels dont disposent les autorités (**Note technique 3**). Les banques centrales qui ont été soumises à la contrainte de la borne du zéro ces dernières années ont élaboré et mis en œuvre un certain nombre de ces outils non traditionnels. Au Canada, la Banque a pu influencer sur les attentes à l'égard des taux d'intérêt et accroître la détente monétaire — même après que son taux directeur s'est heurté à la borne inférieure — en s'engageant, sous réserve des perspectives en matière d'inflation, à maintenir le taux du financement à un jour à un niveau extrêmement bas (He, 2010). D'autres banques centrales, telles que la Réserve fédérale américaine, ont donné des indications extraordinaires semblables et ont eu recours à des instruments non traditionnels plus ambitieux comme l'assouplissement quantitatif et l'assouplissement direct du crédit. Ces deux instruments ont imprimé une impulsion additionnelle, en faisant baisser les taux d'intérêt sur l'ensemble de la courbe de rendement et en comprimant les écarts de taux d'intérêt entre les titres privés et les titres d'État.

⁵ Ces valeurs sont fondées sur des travaux réalisés par Murchison (à paraître).

⁶ Voir Chung et autres (à paraître).

Note technique 3

Non-négativité des taux d'intérêt : coûts et réaction des autorités

Dans le cadre institutionnel actuel, les taux d'intérêt nominaux ne peuvent être inférieurs à zéro puisque les agents économiques ont toujours la possibilité d'obtenir un rendement nul en ne plaçant pas leur argent¹. Il peut néanmoins arriver qu'en présence d'un choc négatif de grande ampleur, une banque centrale puisse souhaiter abaisser les taux d'intérêt nominaux au-dessous de la borne du zéro de manière à fixer les taux d'intérêt réels (ajustés de l'inflation) à des niveaux suffisamment négatifs pour stimuler la croissance économique. Après l'éclatement de la crise de 2008, c'est précisément à cette contrainte de non-négativité des taux d'intérêt que se sont heurtées de nombreuses banques centrales, qui ont dû alors recourir à des instruments de politique monétaire non traditionnels, comme la communication exceptionnelle de renseignements concernant la trajectoire future du taux directeur, l'assouplissement quantitatif et l'assouplissement direct du crédit.

Les premières évaluations effectuées et les travaux réalisés par la suite ont mené à un consensus sur le fait que l'assouplissement direct du crédit et les achats d'actifs ont favorisé un rétrécissement des écarts de crédit et une baisse des rendements, qui, à leur tour, ont amplifié la détente des conditions financières et monétaires et relancé la demande globale. Ces mesures de politique monétaire ont été particulièrement efficaces lorsqu'elles : 1) ciblaient des défaillances précises d'un marché; 2) avaient une portée suffisante par rapport à la taille de ce dernier; 3) étaient communiquées avec clarté. L'efficacité de ces mesures semble cependant dépendre au plus haut point des conditions financières et économiques sous-jacentes. Si les mesures de politique monétaire non traditionnelles mises en œuvre durant la crise ont généralement produit les effets escomptés, il reste à voir si ce serait le cas dans un contexte de bouleversements moins prononcés des marchés². De plus, les mesures de ce genre peuvent avoir d'importantes externalités négatives, comme l'émergence de distorsions sur les marchés financiers et, au bout du compte, de préoccupations quant à la crédibilité et à l'indépendance de l'autorité monétaire (Kozicki, Santor et Suchanek, 2011). Enfin, il existe une incertitude quant aux conséquences du retrait de ces mesures non traditionnelles (qui se traduisent souvent par des changements importants dans la taille et la composition du bilan des banques centrales), notamment en ce qui a trait à la difficulté de s'en désengager sans dommage à partir du moment où la situation économique nécessite un durcissement monétaire. En somme, la non-négativité des taux demeure une contrainte pour autant que les mesures de politique monétaire non traditionnelles engendrent plus de coûts ou sont moins fiables et efficaces que le recours à l'instrument de politique monétaire traditionnel qu'est le taux directeur.

¹ En pratique, la valeur plancher des taux d'intérêt nominaux n'est pas exactement de zéro. Dans le sillage de la crise, la plupart des banques centrales, y compris la Banque du Canada, ont réduit leurs taux directeurs à un niveau juste au-dessus de zéro afin de préserver le fonctionnement efficace des marchés financiers à court terme. Par ailleurs, des taux d'intérêt nominaux négatifs sont possibles. Le phénomène a été observé à certaines occasions, mais il résultait généralement de facteurs techniques de nature transitoire; les dispositifs institutionnels en place dans la majorité des pays font qu'il est difficile d'amener les taux d'intérêt en territoire négatif de façon durable.

² Ainsi, les effets de la deuxième vague d'achats d'actifs par la Réserve fédérale ont paru de moindre ampleur que ceux de la première. Cela pourrait s'expliquer par le fait que la première vague d'achats s'est déroulée à un moment où les marchés financiers étaient extrêmement tendus, les conditions macroéconomiques chancelantes et la confiance ébranlée, tandis que la deuxième l'a été dans un contexte d'amélioration générale de la conjoncture économique et financière, ce qui implique qu'il y avait moins de distorsions à atténuer.

Seul le temps dira quels ont été les coûts de certains de ces outils de politique non traditionnels. Au nombre de ces coûts, il pourrait y avoir les distorsions sur les marchés financiers et les difficultés d'ordre logistique liées à la gestion et à la liquidation, le moment venu, d'un grand volume de titres. Comme bon nombre de banques centrales emploient actuellement divers instruments de politique non traditionnels à la borne du zéro, l'ampleur et la nature de ces coûts ainsi que l'efficacité et la fiabilité des outils mêmes devraient être mieux comprises dans les années qui viennent.

Plusieurs moyens pourraient réduire les risques et les coûts associés à la borne du zéro. Cette réduction, à son tour, atténuerait le risque engendré par l'adoption d'une cible d'inflation plus basse. À cet égard, les vastes réformes du secteur financier entreprises par le G20 sont de la plus haute importance. Ces réformes devraient diminuer considérablement l'ampleur et la fréquence des chocs financiers ainsi que la variabilité de la production réelle. Une autre solution possible est un régime de ciblage du niveau des prix. La prochaine section traite des propriétés stabilisatrices supplémentaires de ce régime, qui pourraient permettre aux banques centrales d'offrir une plus grande certitude quant à la valeur à long terme de la monnaie tout en aidant à alléger les risques associés à la borne du zéro. Enfin, il est possible que les outils de politique monétaire non traditionnels s'avèrent au final plus efficaces, tant en temps normal que dans des circonstances exceptionnelles, qu'on ne le croit actuellement.

Outre les risques présentés par la borne du zéro, deux autres coûts potentiels liés à l'adoption d'une cible d'inflation inférieure à 2 % ont été mis en évidence au moment du renouvellement de l'entente en 2006 : le biais de mesure propre à l'IPC et les rigidités à la baisse des salaires nominaux. La Banque est toujours d'avis qu'aucun d'eux ne constitue un obstacle important à l'adoption d'une cible d'inflation plus basse. Il semble que le biais de mesure de l'IPC au Canada soit faible et relativement stable dans le temps. Selon des études récentes réalisées à la Banque, le biais de mesure de l'IPC canadien est d'environ 0,5 %, une estimation semblable à celle obtenue dans des études antérieures⁷. Les rigidités à la baisse des salaires nominaux constituent un risque parce qu'une cible d'inflation plus basse aurait pour effet d'accroître la probabilité qu'il faille diminuer occasionnellement certains salaires nominaux afin de faciliter l'ajustement économique. La réticence éventuelle des travailleurs à accepter ces baisses nuirait au processus d'ajustement réel sur le marché du travail et, par le fait même, au bon fonctionnement de l'économie. Autrement dit, une cible d'inflation positive « met de l'huile dans les rouages » de l'économie. Bien que certaines indications fassent état de rigidités à la baisse des salaires nominaux au Canada, les effets de ces rigidités n'apparaissent pas comme étant significatifs sur le plan économique (Crawford et Wright, 2001).

⁷ Voir Sabourin (à paraître), Rossiter (2005) et Crawford (1998).

En conclusion

De récents travaux ont fait ressortir de façon plus précise les avantages économiques d'une inflation plus basse, donnant plus d'arguments en faveur d'un abaissement de la cible. Toutefois, les recherches et, ce qui est plus important, l'expérience ont également mis en évidence les risques notables associés à la borne du zéro et, par conséquent, à la poursuite d'une cible d'inflation plus basse. Même si les avantages potentiels de cette dernière sont considérés comme supérieurs à ce qu'on estimait précédemment, avant de chercher à en tirer profit avec confiance, les banques centrales devront trouver un moyen pour réduire la probabilité de se heurter à la borne du zéro et pour composer plus efficacement avec cette situation lorsqu'elle se présentera. En somme, si les avantages potentiels d'une inflation plus basse semblent plus importants aujourd'hui qu'en 2006, il en va tout autant des risques.

3. Le ciblage du niveau des prix

Bien que le régime de poursuite d'une cible d'inflation adopté par le Canada ait permis de diminuer les incertitudes et les coûts associés à une inflation élevée et volatile, il est peut-être possible de réduire encore plus l'incertitude entourant le niveau des prix à long terme. Dans le cadre du régime actuel de ciblage de l'inflation, la politique monétaire ne revient pas sur le passé, considéré comme révolu. Au contraire, elle s'attache à atteindre la cible dans une optique prospective qui fait abstraction des écarts passés entre le taux d'inflation réel et le taux visé. Dans la mesure où ces déviations s'accumulent, l'incertitude à l'égard du niveau futur des prix attendu s'accroît avec l'horizon temporel.

Un autre régime — axé celui-là sur le ciblage du niveau des prix — pourrait contrer cette source d'incertitude. La politique monétaire viserait alors à compenser les déviations passées de manière à ramener le niveau des prix sur une trajectoire prédéfinie. Ainsi, après une période d'inflation inférieure à la cible, la politique serait établie pour que l'inflation soit supérieure à la cible pendant une certaine période afin qu'au fil du temps, le taux moyen de variation du niveau des prix se situe au niveau visé (**Note technique 4**). En plus de fournir une plus grande assurance au sujet du niveau des prix à long terme, un tel régime pourrait théoriquement améliorer la stabilité macroéconomique à des horizons plus rapprochés (Svensson, 1999). Au moment du renouvellement de l'entente relative à la cible d'inflation en 2006, la Banque a lancé un ambitieux programme de recherche pour examiner cette possibilité au Canada, posant la question : « La poursuite d'une cible de niveau des prix serait-elle nettement plus profitable à l'économie et aux ménages canadiens? »

À la lumière de ces travaux, la Banque est d'avis que les avantages théoriques nets du ciblage du niveau des prix seraient en pratique difficiles à obtenir. Les études récentes ont montré que ce régime peut offrir des gains modestes mais importants sur le plan économique — mis en évidence par les simulations les plus favorables —, et que ces gains pourraient s'améliorer à l'avenir une fois pris en compte les coûts et les risques associés à la proximité de la borne inférieure des taux d'intérêt. Or, les modèles utilisés se fondent sur l'hypothèse que les agents ont un comportement prospectif, qu'ils sont parfaitement au courant des implications de la poursuite d'une cible de niveau des prix et qu'ils font confiance aux décideurs pour respecter leurs engagements. Un régime qui prend pour cible le niveau des prix peut encore offrir des avantages nets réels, quoique plus limités, même si ces conditions ne sont que partiellement réunies; toutefois, il n'est pas certain actuellement que, dans la réalité, ces conditions puissent être suffisamment présentes pour que la Banque soit sûre que ce régime serait plus avantageux que le régime actuel de ciblage de l'inflation.

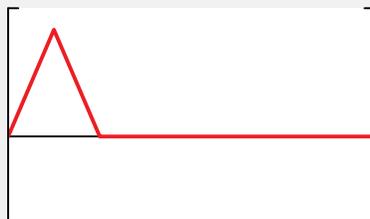
Note technique 4

La différence entre le ciblage de l'inflation et le ciblage du niveau des prix

Le ciblage de l'inflation et le ciblage du niveau des prix ont des implications différentes pour le comportement à court terme et à long terme de l'inflation ainsi que pour le niveau des prix. Considérons par exemple les conséquences d'un choc temporaire à l'origine d'une hausse de l'inflation¹. Dans un régime axé sur le ciblage de l'inflation, la banque centrale durcira la politique monétaire afin de ramener le taux d'inflation au niveau visé. En l'absence d'autres chocs, l'augmentation de l'inflation sera temporaire : à terme, l'inflation reviendra à la cible et y restera. La **Figure 4-A1** illustre le profil d'évolution de l'inflation dans un tel régime. L'accroissement de l'inflation est passager, mais il entraîne une hausse du niveau des prix qui, elle, sera permanente si aucun choc compensatoire ne survient (**Figure 4-A2**)². Ce phénomène est habituellement qualifié de « dérive du niveau des prix ».

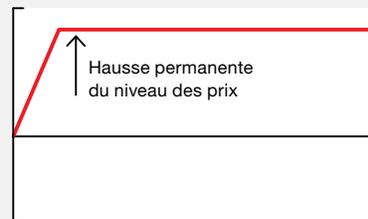
Figures 4-A1 et 4-A2 : Inflation et niveau des prix en régime de ciblage de l'inflation

1) Inflation



Temps

2) Niveau des prix



Temps

Source : calculs de la Banque du Canada

En régime de ciblage du niveau des prix, par contre, la banque centrale cherche à éliminer la dérive en ramenant le niveau des prix à une trajectoire déterminée. Reprenons l'exemple d'une montée de l'inflation consécutive à un choc temporaire. Cette hausse implique une élévation du niveau des prix. Pour que ce dernier revienne à la cible, il ne suffit plus que la banque centrale fasse redescendre l'inflation à son niveau tendanciel. Elle doit continuer à conduire une politique monétaire restrictive pour faire glisser l'inflation au-dessous du taux tendanciel et, de la sorte, ramener le niveau des prix à sa cible (**Figures 4-B1** et **4-B2**).

Comme il a été signalé dans le corps du texte, la dérive du niveau des prix qui accompagne la poursuite d'une cible d'inflation a une incidence non souhaitée : l'incertitude à l'égard du niveau futur des prix s'accroît avec l'horizon temporel car en régime de ciblage de l'inflation, les déviations ne sont pas corrigées. Puisque la banque centrale ne tente pas de rectifier les variations du niveau des prix, les écarts temporaires observés par rapport à la cible peuvent influencer de manière permanente le niveau des prix. Les conséquences de ces déviations s'additionnant

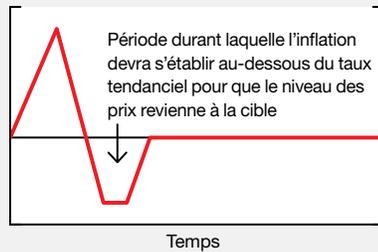
- 1 Un choc temporaire ayant pour effet de réduire l'inflation enclencherait une dynamique équivalente mais de sens opposé.
- 2 Aux figures 4-A2 et 4-B2, la trajectoire du niveau des prix est tracée par rapport à une tendance déterministe. Lorsque la cible d'inflation est de 2 % (ou que la cible établie pour l'évolution du niveau des prix définit un taux d'inflation tendanciel de 2 %), la tendance déterministe correspond à une hausse annuelle de 2 % du niveau des prix. L'illustration de cette tendance aboutirait à des trajectoires ascendantes, qui ne changeraient rien aux principales conclusions.

Note technique 4 (suite)

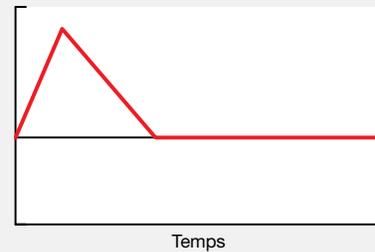
au fil du temps, le niveau des prix peut, en théorie, s'écarter beaucoup de la trajectoire anticipée. Dans un régime de ciblage du niveau des prix, en revanche, la banque centrale interviendrait pour neutraliser les effets des chocs sur le niveau des prix et atténuerait ainsi l'incertitude à tous les horizons (**Figure 4-C**)³.

Figures 4-B1 et 4-B2 : Inflation et niveau des prix en régime de ciblage du niveau des prix

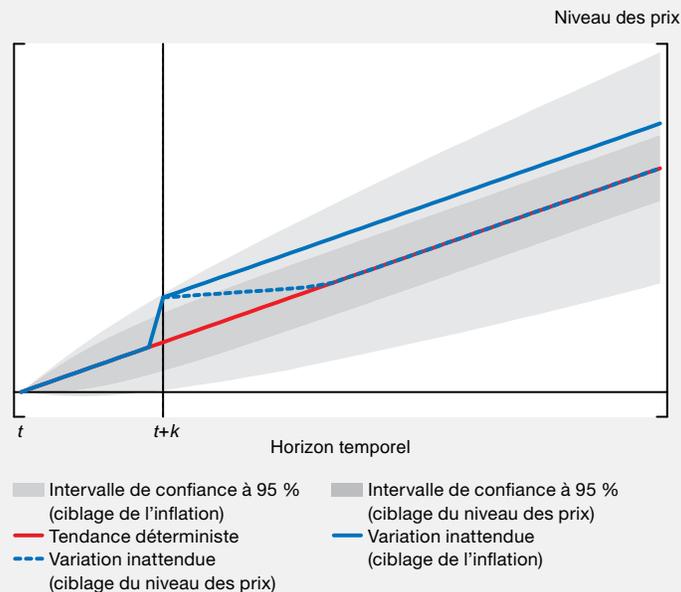
1) Inflation



2) Niveau des prix



Source : calculs de la Banque du Canada

Figure 4-C : Incertitude à l'égard du niveau des prix : comparaison entre le ciblage de l'inflation et le ciblage du niveau des prix


Source : calculs de la Banque du Canada

3 Dans la Figure 4-C, le niveau des prix en régime de ciblage de l'inflation se situe, dans 95 % des cas possibles, entre les valeurs délimitant l'aire de couleur gris pâle, alors que sous un régime de ciblage du niveau des prix, il se situe 95 fois sur 100 entre les valeurs délimitant l'aire de couleur gris foncé, plus étroite. Ces intervalles de confiance, générés à l'aide d'un nouveau modèle keynésien simple (voir notamment Woodford, 2003), opposent l'incertitude croissante à l'égard du niveau futur des prix du régime de ciblage de l'inflation et l'incertitude à caractère fini du régime de ciblage du niveau des prix. Ce sont des caractéristiques générales de ces deux régimes. Le niveau des prix (ainsi que l'intervalle de confiance correspondant) tend à augmenter avec le temps, car les figures sont tracées en présumant que la cible d'inflation définie ou le taux d'inflation tendanciel en régime de ciblage du niveau des prix est supérieur à zéro. Plus globalement, la pente de la trajectoire suivie par le taux d'inflation tendanciel est fonction du taux moyen d'inflation postulé; si ce dernier était nul, cette trajectoire serait horizontale. En outre, la forme et la largeur précises des intervalles représentés peuvent varier en fonction du modèle et des règles de politique choisies. Par conséquent, on ne devrait pas chercher à interpréter ces intervalles de façon quantitative (d'où l'absence d'échelle sur les axes). Les traits bleus continu et discontinu illustrent la dynamique du niveau des prix en cas de variation inattendue de l'inflation au temps $t + k$, respectivement en régimes de ciblage de l'inflation et de ciblage du niveau des prix.

Les avantages du ciblage du niveau des prix

Il existe deux domaines dans lesquels on peut s'attendre à ce que le ciblage du niveau des prix soit plus favorable au bien-être économique des Canadiens que le ciblage de l'inflation : une plus grande certitude quant au niveau des prix à long terme et une amélioration de la stabilité macroéconomique à court terme. Comme la mise en œuvre concrète d'un régime de ciblage du niveau des prix se limite à l'expérience de la Suède qui l'a adopté pendant une brève période dans les années 1930⁸, la Banque a eu recours à toute une gamme de modèles de simulation pour tenter de quantifier ces deux sources d'avantages potentiels.

Premièrement, une plus grande certitude à l'égard du niveau des prix à long terme pourrait procurer un bien-être accru aux épargnants et aux investisseurs. Pour autant que les gens comprennent que les écarts par rapport à la cible seront inversés à l'avenir comme le prescrit le régime, les variations inattendues du niveau général des prix donneront lieu à moins de redistributions arbitraires de la richesse. Meh, Ríos-Rull et Terajima (2010) constatent que le nombre de ces redistributions arbitraires induites par l'inflation pourrait être réduit d'un facteur de trois comparativement à ce qui se passe en régime de ciblage de l'inflation et que cet avantage toucherait principalement les tranches de revenus moins élevés⁹. En outre, on peut s'attendre à ce qu'une meilleure assurance quant au niveau des prix en longue période entraîne une diminution des primes de risque associées aux obligations à long terme, provoquant une diminution du coût du capital, un accroissement des investissements fixes et une intensification de l'activité économique. Meh, Quadrini et Terajima (2009) semblent indiquer que le ciblage du niveau des prix pourrait donc faire augmenter considérablement les dépenses d'investissement.

Deuxièmement, du fait de l'engagement crédible de la banque centrale de compenser les écarts du niveau des prix par rapport à la trajectoire cible, les anticipations s'inscriraient automatiquement à contre-courant des chocs, et en atténueraient ainsi les effets. Par exemple, si les entreprises savent qu'après une période d'inflation inférieure à la cible, des mesures de politique seront prises pour porter provisoirement l'inflation au-dessus de la cible, elles seront moins portées à modifier abruptement leurs prix en réaction au choc initial, et l'accroissement résiduel des anticipations à court terme stimulera les dépenses courantes, exerçant une influence stabilisatrice supplémentaire (**Note technique 5**). On constate, d'après un vaste éventail de modèles, qu'en raison de cette caractéristique d'autocorrection, la volatilité de l'emploi, de l'inflation, des taux d'intérêt et de la production est moindre lorsque la cible est définie en fonction du niveau des prix plutôt qu'en fonction de l'inflation. Selon les simulations effectuées à l'aide de TOTEM, le principal modèle de projection de la Banque, les avantages découlant de cette meilleure stabilisation prospective sont comparables à une diminution de 25 points de base de l'écart-type du taux d'inflation. Cette réduction est certes bien inférieure à celle qui a été réalisée dans les années 1990 lorsque la Banque a adopté une cible d'inflation, mais elle n'est pas négligeable sur le plan économique. Une autre étude avance que les gains résultant du ciblage du niveau des prix seraient équivalents à une hausse

⁸ Berg et Jonung (1999) décrivent le régime de ciblage du niveau des prix en Suède. On a également avancé que les politiques adoptées aux États-Unis pendant la Grande Dépression constituaient effectivement un régime de ciblage du niveau des prix. Voir par exemple Eggertsson (2008).

⁹ L'ampleur de la différence entre les deux régimes sur le plan des redistributions est fonction de l'utilisation des actifs et des passifs à long terme libellés en termes nominaux dans l'économie. Doepke et Schneider (2006) et Meh et Terajima (à paraître) constatent que les actifs et les passifs nominaux détenus par les ménages américains et canadiens sont pour une bonne part à long terme (p. ex., régimes de retraite et prêts hypothécaires).

Note technique 5

L'importance des anticipations en régime de ciblage du niveau des prix

Les anticipations peuvent jouer un rôle de stabilisation important sous un régime qui prend pour cible le niveau des prix, à condition que les agents économiques comprennent comment fonctionne le régime, le perçoivent comme étant crédible et aient un comportement prospectif. Comme l'explique la Note technique 4, la mise en œuvre d'une cible définie en fonction du niveau des prix suppose que la banque centrale veille à ce que les périodes où l'inflation est supérieure à son taux tendanciel soient suivies de périodes où elle lui est inférieure, et vice-versa. C'est l'anticipation de cette dynamique de l'inflation qui peut amener les agents à adopter un comportement stabilisateur en pareil régime.

Examinons le cas où il y a dépassement de la cible de niveau des prix. Si les agents comprennent bien le régime et croient que la banque centrale fera le nécessaire pour ramener le niveau des prix à la cible, ils devraient s'attendre à ce que l'inflation future passe au-dessous de son taux tendanciel. Cette anticipation a deux conséquences majeures. Premièrement, dans la mesure où les entreprises comptent maintenir leurs prix pendant plusieurs périodes, la baisse anticipée de l'inflation les porte à moins relever les prix aujourd'hui. Deuxièmement, elle fait augmenter le taux d'intérêt réel (le taux d'intérêt nominal moins l'inflation attendue). Le taux d'intérêt réel est celui qui influe sur les décisions de consommation, d'épargne et d'investissement des ménages et des entreprises. La hausse de ce taux pousse les agents à épargner davantage et à comprimer leurs dépenses, ce qui fait reculer la demande. Ces deux mécanismes contribuent à abaisser l'inflation en réduisant l'incitation des entreprises à majorer leurs prix, l'ajustement requis des niveaux de production étant alors moindre. En régime de ciblage de l'inflation, par contre, les anticipations n'ont pas d'effet stabilisateur comparable, car les agents n'ont aucune raison de s'attendre à ce que les périodes de dépassement de la cible soient suivies de périodes où l'inflation sera inférieure au taux visé.

Sous un régime axé sur le ciblage du niveau des prix, les propriétés stabilisatrices des anticipations reposent fondamentalement sur les hypothèses voulant que ce régime soit compris et perçu comme étant crédible et que les agents prennent leurs décisions de manière prospective. Des travaux récents ont exploré les conséquences d'un assouplissement de ces hypothèses. Plus particulièrement, des chercheurs de la Banque du Canada et d'ailleurs se sont interrogés sur la possibilité que certains agents fondent leurs décisions sur des règles empiriques simples. Ces règles peuvent faire appel à d'autres modes de formation des anticipations, comme la croyance que l'inflation future sera égale à l'inflation observée récemment (anticipations rétrospectives) ou qu'elle sera égale à la cible ou au niveau moyen de l'inflation (anticipations statiques). L'intervention de ces autres formes d'anticipations nuit à l'efficacité du ciblage du niveau des prix en supprimant l'effet stabilisateur lié à l'attente d'un retour systématique du niveau des prix à la cible (Amano, Mendes et Murchison, 2009). Les implications sur le plan quantitatif sont sensibles aux modèles utilisés. Il reste que les simulations réalisées à la Banque à l'aide de TOTEM et d'autres modèles donnent à penser que les avantages du ciblage du niveau des prix par rapport à celui de l'inflation diminuent rapidement à mesure que la proportion des agents aux anticipations prospectives diminue pour se rapprocher de 50 %¹.

¹ Voir par exemple Murchison (à paraître).

Note technique 5 (suite)

Il n'est pas facile d'évaluer comment les agents économiques forment réellement leurs anticipations. La difficulté est encore plus grande dans le contexte hypothétique d'un régime visant un niveau des prix puisqu'il n'existe presque pas de cas concret de mise en œuvre de ce régime. Pour tenter d'éclairer la question, des chercheurs ont appliqué les techniques de l'économie expérimentale pour évaluer la capacité des participants de prévoir l'inflation dans un environnement simulé par ordinateur où la cible est formulée en fonction du niveau des prix (Amano, Engle-Warnick et Shukayev, 2011). Les résultats indiquent que les anticipations des agents s'ajustent bel et bien de façon à intégrer la tendance qu'a le niveau des prix à revenir à une cible préétablie en régime de ciblage du niveau des prix. Cependant, les agents n'exploitent pas à fond les implications du régime dans la formation de leurs anticipations. Ces expériences constituent un point de départ utile et ouvrent maintes pistes de recherche. Des études plus approfondies pourraient notamment faire la lumière sur les types d'information et de communication susceptibles de faciliter la compréhension d'un régime de ciblage du niveau des prix.

permanente d'environ 0,6 % de la consommation au Canada (De Resende, Dib et Kichian, 2010).

Les propriétés stabilisatrices de la poursuite d'une cible de niveau des prix pourraient aussi rendre les épisodes où les taux d'intérêt se rapprochent de la borne du zéro moins fréquents que sous un régime de ciblage de l'inflation, et l'adaptation automatique des anticipations en régime de ciblage du niveau des prix pourrait permettre de se dégager plus facilement de ces situations. Plus la tendance des prix s'inscrit au-dessous de la cible, plus la banque centrale s'attachera à stimuler l'économie pour contrebalancer l'écart et plus on pourra escompter — pour autant que l'engagement de la banque centrale à compenser les écarts demeure crédible — que les attentes d'inflation augmenteront et que les taux d'intérêt réels reculeront, ce qui soutiendra les dépenses et les prix. Jusqu'à récemment, les modèles ne représentaient généralement pas cet avantage potentiel du ciblage du niveau des prix; toutefois, à la lumière des événements survenus ces dernières années, les mérites de cet avantage sont mieux compris. Les simulations qui incluent explicitement les coûts associés à la proximité de la borne du zéro estiment d'ailleurs que le changement de régime apporterait des avantages économiques beaucoup plus marqués que ceux qui sont présentés ci-dessus¹⁰.

Les défis associés au ciblage du niveau des prix

Les modèles utilisés pour cerner les avantages potentiels du passage d'une cible d'inflation à une cible de niveau des prix posent généralement l'hypothèse que les agents ont un comportement prospectif, qu'ils sont parfaitement au courant des implications du nouveau régime et qu'ils font confiance aux décideurs publics pour respecter leurs engagements. Si ces conditions n'étaient pas entièrement réunies — et, dans le monde réel, il est probable qu'elles ne le soient pas —, les avantages nets de l'adoption d'une cible de niveau des prix seraient moindres ou même inversés.

Pour qu'un régime fondé sur le niveau des prix soit plus avantageux qu'un régime axé sur l'inflation, les attentes doivent évoluer dans le « bon » sens.

¹⁰ Voir Coibion, Gorodnichenko et Wieland (2010).

Les avantages du régime en matière de stabilisation automatique ne peuvent se concrétiser que si les ménages et les entreprises comprennent que leurs anticipations à moyen terme doivent augmenter (baisser) lorsque l'inflation courante diminue (s'élève). Si les attentes d'inflation n'évoluent pas de cette façon, la poursuite d'une cible de niveau des prix pourrait s'avérer déstabilisante comparativement à celle d'une cible d'inflation. À quel point la formation des anticipations doit-elle reposer sur une compréhension prospective du régime de ciblage du niveau des prix et peut-on s'attendre à ce que cela soit effectivement le cas au moment où un tel régime serait mis en place? Ces deux questions sont à l'étude actuellement (**Note technique 5**).

Par des communications efficaces, la banque centrale pourrait aider les agents à mieux saisir les implications du ciblage du niveau des prix, mais cela présenterait toutefois un plus grand défi que sous le régime actuel de ciblage de l'inflation, puisqu'il faudrait amener les agents à changer de perspective pour suivre non plus le taux d'inflation mais la position du niveau des prix — changement qui ne va peut-être pas de soi. Certaines difficultés en matière de communications pourraient être aplanies si la cible de niveau des prix ne comportait aucun taux tendanciel (c'est-à-dire une cible d'inflation de 0 % qui compense les écarts passés), car la banque centrale s'engagerait ainsi à atteindre un objectif facile à comprendre, qui consiste à maintenir les prix à un niveau constant au fil du temps.

Les avantages du ciblage du niveau des prix reposent également sur la crédibilité parfaite de l'engagement pris par la banque centrale de contrebalancer les écarts passés par rapport à la trajectoire cible. Si, par exemple, les agents ne sont pas convaincus que la banque centrale est prête à causer des pertes de production substantielles en durcissant sa politique afin de compenser une hausse inattendue du niveau des prix, les attentes n'évolueront pas comme elles le doivent pour produire les effets stabilisateurs automatiques du régime. En fait, cette dilution du canal des anticipations pourrait entraîner une déstabilisation de l'économie, qui pourrait même s'autorenforcer, puisque des changements plus marqués de la production et des taux d'intérêt seraient alors nécessaires pour obtenir la variation voulue du niveau des prix, ce qui aurait pour effet en retour d'exacerber les doutes quant à la volonté de la banque centrale de prendre de telles mesures. Il est clair, dans ces circonstances, qu'il faudrait également renoncer à l'avantage potentiel d'une plus grande certitude à l'égard du niveau des prix à long terme. D'après les simulations, il semble que si les agents accordaient même une faible probabilité au fait que la banque centrale puisse se réserver une « porte de sortie » lui permettant de traiter le passé comme un fait accompli, le ciblage du niveau des prix pourrait être moins avantageux que celui de l'inflation¹¹.

Les recherches effectuées à la Banque ont permis d'atténuer les préoccupations entourant un troisième inconvénient possible du ciblage du niveau des prix, qui concerne les chocs de prix relatifs d'origine extérieure. L'économie canadienne, qui est ouverte et de petite taille, est régulièrement aux prises avec des chocs de ce type souvent issus de variations de l'offre et de la demande mondiales des produits de base. Le cadre actuel de poursuite d'une cible d'inflation ne tient pas compte des chocs ponctuels. Par contre, en régime de ciblage du niveau des prix, il faudrait prendre des mesures pour neutraliser le choc en provoquant des changements relatifs touchant d'autres prix. Par exemple, une forte hausse des prix du pétrole nécessiterait une baisse relative d'autres prix, afin de ramener le niveau des prix à la trajectoire visée. Si ces autres prix s'avéraient rigides, les mesures prises pour obtenir la correction recherchée pourraient entraîner une

¹¹ Voir Cateau et autres (2009), Masson et Shukayev (2011) et Kryvstov, Shukayev et Ueberfeldt (2008).

volatilité de la production, de l'inflation et des taux d'intérêt plus marquée qu'en régime de ciblage de l'inflation. Les simulations donnent cependant à penser que l'accroissement de la volatilité attribuable à des chocs de prix relatifs au Canada serait plus que contrebalancé par l'effet stabilisateur des anticipations associé au ciblage du niveau des prix — bien que l'on doive ici encore présumer que ces attentes évoluent dans le « bon » sens sous un régime crédible¹².

En conclusion

Dans l'état actuel des connaissances, les avantages potentiels d'un régime de ciblage du niveau des prix par rapport au régime actuel de ciblage de l'inflation — une certitude accrue à l'égard du niveau des prix à long terme et une meilleure stabilité macroéconomique à court terme — ne l'emportent pas de façon évidente sur les coûts et les risques liés à la possibilité que, dans la réalité, les anticipations et la crédibilité n'atteignent pas l'idéal envisagé dans les modèles.

Ce constat pourrait cependant changer. D'abord, d'autres recherches, de même que l'élaboration de stratégies de communication efficaces, permettront d'avoir une certaine assurance qu'un régime de ciblage du niveau des prix pourrait être suffisamment bien compris, mis en œuvre et crédible pour que l'on puisse s'attendre à ce que ses avantages prospectifs se concrétisent. Ensuite, les avantages de ce régime pourraient finir par être considérés comme plus intéressants qu'ils ne le semblent actuellement. Par exemple, une diminution de la fréquence et des répercussions des épisodes où les taux d'intérêt se rapprochent de la borne du zéro atténuerait le risque de passer à un taux d'inflation tendanciel plus bas. Une plus grande certitude à l'égard du niveau des prix à long terme permettrait de mieux arrimer les anticipations lorsqu'on fait preuve de flexibilité pour tenir compte de considérations touchant la stabilité financière (Carney, 2009), question qui est abordée à la section 4.

¹² Voir Coletti, Lalonde et Muir (2008) et Murchison (2010).

4. La politique monétaire et la stabilité financière

Le système financier fait partie intégrante de l'économie. L'intermédiation financière joue un rôle essentiel de catalyseur de l'activité économique en canalisant l'épargne vers des placements productifs et en aidant les ménages et les entreprises à gérer les risques. L'amélioration de la répartition des capitaux et de la gestion des risques contribue ainsi, en définitive, à rehausser le niveau de vie. Toutefois, comme la récente crise financière mondiale l'a illustré, un dysfonctionnement du processus d'intermédiation peut entraîner de graves conséquences pour l'économie. Au regard de cette expérience, la Banque a ajouté une troisième question à son programme de recherche en prévision du renouvellement de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation, à savoir dans quelle mesure elle devrait tenir compte de considérations liées à la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire.

Cette question ne date pas de la crise, loin s'en faut, mais elle a nettement pris de l'importance ces dernières années. Le point de vue de la Banque à ce sujet a d'ailleurs aussi évolué au fil du temps. On s'est ainsi demandé, par le passé, si les banques centrales devaient réagir aux fluctuations des prix des actifs. À la fin des années 1990 et au début des années 2000, la Banque considérait que les prix des actifs n'étaient utiles à la formulation de la politique monétaire que dans la mesure où ils aidaient à prévoir les niveaux futurs de la production et, partant, de l'inflation. Dans cette perspective, on pensait que les réactions à des mouvements des prix des actifs découleraient d'office de la poursuite de la stabilité des prix. De plus, même s'il était évident que les prix des actifs étaient susceptibles d'immenses distorsions, on estimait que la meilleure façon dont les banques centrales pouvaient contribuer à la stabilité économique dans le contexte d'une bulle d'actifs consistait à réduire au maximum les dommages causés par l'éclatement de cette bulle en adoptant rapidement les mesures correctives nécessaires.

À l'époque du précédent renouvellement de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation, toutefois, la Banque a reconnu que, comme l'incidence des déséquilibres financiers sur la production et l'inflation pouvait se manifester sur une longue période, il faudrait peut-être faire preuve d'une certaine flexibilité en ce qui concerne le délai au bout duquel on devrait s'attendre à ce que l'inflation regagne la cible. Les autorités monétaires pourraient ainsi être amenées à tolérer une moins bonne tenue de l'inflation au cours de la période normalement considérée, en échange d'une stabilité accrue, à un horizon un peu plus long, sur les plans économique et financier et, en fin de compte, sur le plan du niveau des prix. Comme on le verra par la suite, la crise récente a permis à la Banque de mieux saisir la façon

dont elle devrait user de cette flexibilité. Deux enseignements se dégagent en particulier : d'une part, l'importance de se concentrer sur l'endettement plutôt que sur les prix des actifs à titre de marqueur des déséquilibres dangereux et, d'autre part, l'intérêt qu'il y a pour la politique monétaire de réagir aux déséquilibres dès qu'ils se forment, de manière préventive, plutôt que juste après qu'ils aient commencé à se résorber.

Ces vingt dernières années, en raison de la nature des chocs ayant frappé l'économie, il était généralement souhaitable de ramener l'inflation à la cible sur une période de six à huit trimestres. Cet horizon a connu toutefois des variations considérables, comme on est en droit de s'attendre d'un régime flexible de ciblage de l'inflation répondant à des circonstances et des types de chocs différents. Compte tenu de la stabilité ayant caractérisé le système financier canadien pendant tout ce temps, la Banque n'a jamais eu à recourir de manière préventive à la flexibilité du régime de ciblage de l'inflation en vue de corriger des déséquilibres financiers. Néanmoins, l'expérience que de nombreux autres pays ont retirée récemment démontre la valeur d'un tel usage et, par extension, le besoin potentiel de considérer celui-ci autrement que de manière purement théorique au Canada.

Les enseignements de la crise

Après avoir fait ressortir l'importance de la flexibilité inhérente au régime canadien de ciblage de l'inflation, l'expérience vécue dernièrement à l'étranger permet encore de tirer d'autres grandes leçons sur la nature des interactions entre le secteur financier et l'économie; il faut s'en inspirer pour que les politiques macroéconomiques et réglementaires du pays prennent encore mieux en considération la stabilité financière¹³.

Premièrement, la crise a clairement démontré que les déséquilibres financiers ne sont pas tous pareils. Les déséquilibres alimentés par un boom du crédit, lequel peut se manifester sous la forme de fluctuations des prix des actifs, présentent les risques les plus grands pour l'économie, du fait du puissant processus de réduction du levier financier qu'ils déclenchent en se résorbant (**Note technique 6**). Dans le cas où l'accentuation des déséquilibres n'est pas liée à un essor excessif du crédit, la réduction du levier financier et les répercussions économiques ne sont pas aussi considérables.

Deuxièmement, les perturbations récentes nous ont aussi rappelé que les germes d'une crise peuvent être semés dans une période calme. Un climat économique marqué par la stabilité est susceptible de contribuer lui-même à la formation de déséquilibres financiers, dès lors que l'insouciance s'installe, l'aversion pour le risque diminue et la capacité du secteur financier de s'endetter augmente (**Note technique 7**). Cette accumulation des vulnérabilités et des déséquilibres peut prendre du temps, et exposer lentement l'ensemble de l'économie à un risque croissant de crise financière. En bref, la stabilité macroéconomique n'est pas un gage de stabilité financière.

Troisièmement, la crise a mis en évidence le sophisme de composition selon lequel des institutions financières robustes, aussi nécessaires soient-elles, ne suffisent pas à garantir la fiabilité et la solidité du système financier dans son ensemble. Des mesures considérées comme appropriées sur le plan individuel peuvent s'avérer fort déstabilisatrices lorsqu'elles sont appliquées collectivement, surtout en période de tensions. Par exemple, une institution peut avoir les reins suffisamment solides pour absorber un choc négatif tant qu'elle est la seule à y être aux prises, mais elle aura peut-être des difficultés à le faire si

¹³ Voir Borio (2011) pour un résumé récent des enseignements de la crise et de l'incidence qu'ils peuvent avoir dans les domaines de la politique monétaire et de la réglementation.

Note technique 6

Les déséquilibres financiers ne sont pas tous pareils

Il a été démontré que les déséquilibres financiers qui s'accompagnent d'un essor excessif du crédit présentent une menace plus grande pour la stabilité macroéconomique et financière que les autres. L'accès facile au crédit conjugué à des attentes économiques démesurées stimule la demande d'actifs et pousse les prix de ceux-ci à la hausse, ce qui peut favoriser une expansion du crédit encore plus forte. Ces interactions qui se renforcent l'une l'autre entre la création de crédit et les prix des actifs accroissent la vulnérabilité de l'économie aux chocs négatifs. Lorsque de tels chocs surviennent, ils peuvent déclencher un mouvement brusque et puissant en sens inverse — un processus forcé de réduction du levier financier où la baisse de la confiance et de l'activité économique affaiblit les bilans, amenant les banques à limiter leur offre de crédit et à resserrer leurs critères de prêt, avec à la clé un nouveau recul de la confiance et de l'activité. Plus cet effet de rétroaction alimenté par le crédit gagne en puissance, plus il y a d'excès durant le boom, et plus le fardeau de la dette et la surabondance du capital qui en découlent pèsent lourdement sur l'économie en freinant la consommation et l'investissement, en perturbant l'intermédiation financière et en mettant les finances publiques sous pression¹.

L'expérience récente confirme le rôle du crédit dans l'accentuation des cycles d'expansion et de contraction financières. L'ampleur et l'étendue des excès de crédit dans les pays qui ont été au cœur de la dernière crise mondiale ainsi que la gravité de la tourmente et de ses séquelles sont sans précédent depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Au contraire de ce qui vient de se passer, la flambée des cours boursiers ayant caractérisé la bulle technologique de la fin des années 1990 n'avait guère été nourrie par des emprunts excessifs, de sorte que la correction de ce déséquilibre s'était soldée par une récession relativement courte et bénigne.

Les recherches font ressortir de façon plus systématique le rôle crucial que joue le crédit dans l'apparition et la gravité des déséquilibres financiers. De nombreuses observations portant sur différents pays indiquent que les crises bancaires ont tendance à être précédées d'une poussée inhabituelle du crédit (et des prix des actifs) et à être suivies d'une reprise lente et hésitante marquée par des pertes de production permanentes². Par exemple, Reinhart et Reinhart (2010) constatent que dans la décennie qui suit une crise financière majeure, les taux de croissance sont généralement inférieurs de un point de pourcentage, et les taux de chômage, supérieurs de cinq points. Des travaux menés récemment par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire dans le contexte de Bâle III passent en revue la littérature sur le coût des crises financières et soulignent les énormes pertes de production que celles-ci peuvent entraîner. Une étude réalisée au Fonds monétaire international (FMI) montre plus précisément que les récessions associées à un assèchement prononcé du crédit occasionnent habituellement des pertes de production cumulatives environ deux fois plus élevées, en moyenne, que les autres types de récession. L'analyse du FMI indique aussi qu'un effondrement du prix des maisons a tendance à allonger et à aggraver les récessions, quoique dans une moindre mesure qu'un étranglement du crédit; les effets d'une chute brutale des cours boursiers sont encore plus faibles.

1 Adrian et Shin (2010) donnent un aperçu de la dynamique de ces effets de rétroaction.

2 Voir Claessens, Kose et Terrones (2009); Haugh, Ollivaud et Turner (2009); Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010a); ainsi que Crowe et autres (2011).

Note technique 6 (suite)

Étant donné que les déséquilibres financiers liés à un boom du crédit sont particulièrement dangereux et ont des retombées étendues, diverses mesures du crédit peuvent renseigner sur l'accumulation de fragilités financières³. En particulier, plusieurs études démontrent l'utilité de l'écart du ratio du crédit privé total au PIB par rapport à sa tendance comme indicateur de la vulnérabilité financière. C'est d'ailleurs cette mesure du levier financier que retient le Comité de Bâle dans son document intitulé *Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer*⁴.

La grande leçon à tirer est que les déséquilibres financiers ne sont pas tous pareils. C'est pourquoi les décideurs publics doivent être très attentifs au crédit dans leurs façons d'aborder la stabilité financière.

³ Consulter Kaminsky et Reinhart (1999) de même que Borio et Lowe (2002).

⁴ Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010b).

Note technique 7

La stabilité macroéconomique pourrait favoriser la prise de risques excessifs

La plus récente crise financière est survenue au terme d'une longue période de stabilité économique, démontrant ainsi que la stabilité macroéconomique n'est pas un gage de stabilité financière et qu'en fait, elle peut être source d'instabilité en encourageant la prise de risques excessifs. Deux canaux qui pourraient être en cause ont retenu particulièrement l'attention :

- **Les anticipations extrapolatives**

Les périodes prolongées de stabilité économique peuvent amener les agents à baisser la garde et à croire que le climat va rester favorable, et les taux d'intérêt, bas. L'excès de confiance et la sous-estimation du risque qui peuvent en découler provoquent une baisse des primes de risque et un relâchement des normes d'octroi du crédit. En fait, les risques systémiques culminent souvent lorsque les mesures classiques du risque sont à leur plus bas¹.

- **La quête de rendement**

En contexte de bas taux d'intérêt, les obligations contractuelles et les incitations en place peuvent également pousser les investisseurs à rechercher activement des rendements accrus et à prendre plus de risques. Par exemple, les institutions financières tenues par contrat d'assurer un rendement minimal préétabli n'ont parfois d'autre choix que de se tourner vers des actifs plus risqués qui rapportent davantage. En outre, le fait que la structure de rémunération des participants aux marchés financiers soit, dans certains cas, liée au rendement à court terme des marchés favorise la prise de risques excessifs².

¹ Borio et Zhu (2008) se penchent sur la nécessité d'intégrer la prise de risque dans l'analyse de la politique monétaire, y compris par la voie des anticipations extrapolatives. Sims (2009) soutient que l'inattention rationnelle et les divergences d'opinions quant aux attentes d'inflation peuvent entraîner un surinvestissement dans le capital physique. Voir aussi Dubecq, Mojon et Ragot (2009); Adrian et Shin (2010); ainsi que Dell'Ariccia, Laeven et Marquez (2010).

² Rajan (2006) expose comment le bas niveau des taux d'intérêt, après une période où ceux-ci étaient élevés, peut attiser la quête de rendement parmi les acteurs de marché. Carney (2010) analyse les facteurs qui ont conduit au contexte de bas taux d'intérêt dans les grandes économies avancées de même que les implications pour la stabilité financière et la croissance économique. Pour Diamond et Rajan (2009), la crise s'explique en partie par cette quête de rendement.

Note technique 7 (suite)

De plus en plus de données empiriques illustrent l'importance de ces deux canaux. Les périodes de volatilité économique réduite et de faibles primes de risque sont généralement associées à une croissance rapide du crédit, qui semble attribuable au moins partiellement au fait que les intermédiaires financiers se tournent vers des activités plus risquées. Lorsque les taux d'intérêt sont bas, par exemple, les institutions financières ont tendance à privilégier le financement à court terme sur les marchés. Durant les périodes où le risque est perçu comme étant faible, les banques paraissent davantage disposées à prêter aux emprunteurs dont les antécédents de crédit sont mauvais et dont les perspectives sont plus incertaines, et leur ratio de levier peut s'accroître d'environ 20 %³. Corroborant ces données, des études empiriques indiquent une probabilité accrue de défaillances bancaires après une longue période de bas taux d'intérêt⁴.

Les anticipations au sujet de la probabilité que les autorités interviennent en cas de difficulté peuvent créer des problèmes d'aléa moral propres à exacerber la prise de risque. Plus particulièrement, les institutions financières pourraient prendre davantage de risques si elles s'attendent à ce que les autorités publiques épongent une partie des pertes dans l'éventualité d'un choc négatif de grande ampleur, ce qui rend l'ensemble du système financier plus vulnérable⁵.

- 3 Adrian, Moench et Shin (2010) étudient l'interdépendance des primes de risque et des bilans des intermédiaires financiers. Gertler, Kiyotaki et Queralto (à paraître) utilisent un modèle macroéconomique structurel avec intermédiation financière pour analyser la propension des banques au risque. Jiménez et autres (2008 et à paraître) de même que Maddaloni et Peydró (2011) examinent les effets de la politique monétaire sur le risque de crédit dans les portefeuilles de prêts des banques et sur les critères de prêt. La recherche progresse également sur ces questions à la Banque du Canada (voir par exemple Cociuba, Ueberfeldt et Shukayev (à paraître); Damar, Meh et Terijima (2010); ainsi que Paligorova et Santos (2011)).
- 4 Par exemple, si les taux d'intérêt sont maintenus à de bas niveaux durant dix trimestres consécutifs, toutes choses égales par ailleurs, la probabilité de défaillance d'une banque de taille moyenne augmente d'environ 3,3 % (Gambacorta, 2009). Lire aussi Altunbas, Gambacorta et Marques-Ibanez (2010) pour un complément d'analyse.
- 5 Farhi et Tirole (à paraître) étudient un cadre dans lequel les institutions adoptent un bilan plus risqué du fait que les autorités se portent au secours des établissements en difficulté. Gertler, Kiyotaki et Queralto (à paraître) aboutissent à un résultat analogue.

de nombreuses autres institutions doivent composer avec le même choc et que cela entraîne une réduction généralisée du levier financier et une vente en catastrophe d'actifs. La crise a aussi révélé à quel point la très grande interconnexion du système financier peut produire d'importantes vulnérabilités; de fait, elle a montré que les liens étroits et complexes parmi les institutions et les marchés financiers sont capables de générer, de transmettre et d'amplifier des chocs aux conséquences démesurées pour l'ensemble du système¹⁴.

Les implications pour les politiques publiques en général

Les implications qui se dégagent de toutes ces leçons pour la conduite des politiques publiques sont claires. Premièrement, si les déséquilibres financiers ne sont pas tous pareils, ils ne peuvent être traités de la même façon, comme en témoignent les déséquilibres alimentés par le crédit, qui se sont révélés des plus dangereux et qui réclament une attention particulière.

¹⁴ Voir Brunnermeier et Pedersen (2009), Financial Services Authority (l'organe de réglementation du secteur des services financiers au Royaume-Uni) (2009), Groupe des Trente (2010) et Hanson, Kashyap et Stein (2011).

Deuxièmement, la possibilité que des déséquilibres financiers se créent en période calme fait ressortir la nécessité pour les décideurs publics d'exercer une vigilance de tous les instants. Troisièmement, puisque les risques systémiques doivent être mieux appréciés, il convient de se concentrer davantage sur les vulnérabilités systémiques.

Une attitude responsable de la part des particuliers et des institutions forme le premier rempart contre les déséquilibres financiers. Ensuite vient la politique de surveillance et de réglementation, ou ce qu'on pourrait appeler la politique « microprudentielle ». Les simulations de crise devraient être axées sur les asymétries excessives d'échéances et de monnaies, la recherche de signes d'indulgence (comme des industries vulnérables qui reçoivent une part disproportionnée de prêts ou un assouplissement des normes visant les débiteurs existants) et l'analyse de l'incidence de déplacements importants le long des courbes de rendement. C'est ce que prend notamment en compte la vaste réforme du cadre de réglementation et de surveillance financières actuellement en cours à l'échelle internationale. Le dispositif de Bâle III et d'autres initiatives du G20 aideront à renforcer la résilience du système financier mondial, au bénéfice, entre autres, des Canadiens. À titre d'illustration, l'introduction d'un ratio de levier maximal dans les pays qui en étaient dépourvus, en plus des nouvelles règles de calcul des fonds propres au titre des portefeuilles de négociation et des normes en matière de liquidité qui seront imposées, aidera à empêcher un recours excessif au levier financier et à la transformation des échéances.

Fortes des enseignements tirés de la crise, l'approche convenue en matière de surveillance et de réglementation se voit améliorée par l'adoption d'un point de vue systémique, qui se traduira par de nouvelles mesures macroprudentielles, en cours d'élaboration. En plus d'élever la qualité et la quantité des fonds propres, l'accord de Bâle III prévoit l'introduction de volants de fonds propres contracycliques, dont la proportion va de 0 à 2,5 % des actifs pondérés en fonction des risques. Ces volants augmenteront encore la résilience du système en cas de crise et, en contrant la création excessive de crédit, ils pourraient également aider à empêcher des perturbations, puisqu'ils limiteront l'accumulation des risques systémiques. Il convient de rappeler qu'à partir de 2016, les institutions financières canadiennes devront constituer de tels volants si elles sont présentes à l'étranger dans des pays qui les font appliquer, que le Canada ait commencé à y faire appel ou non. En outre, on se penche actuellement sur d'autres mesures macroprudentielles, dont le nouveau mode de calcul des marges en fonction du cycle intégral, qui favoriserait une réduction des cycles de liquidité.

Les implications pour la politique monétaire

Ces lignes de défense concourront fortement à limiter le risque d'excès financiers, mais dans certains cas, il faudra peut-être encore prendre en considération des critères relatifs à la stabilité financière dans le cadre de la politique monétaire.

Tout d'abord, comme la Banque l'a clairement fait savoir par le passé, dans la mesure où les déséquilibres financiers influencent les perspectives d'évolution à court terme de la production et de l'inflation, les autorités monétaires tiennent déjà compte de facteurs relatifs à la stabilité financière dans la formulation de leur politique. C'est notamment — et naturellement — le cas lorsque l'exubérance des marchés financiers accentue sensiblement les pressions inflationnistes au cours de la période de projection. Il peut aussi être nécessaire de mettre la politique monétaire à contribution pour réduire au maximum les dommages causés à l'inflation et à la production par l'éclatement d'une bulle d'actifs.

Ensuite, l'utilisation des nouveaux outils de réglementation et de surveillance qui ont été convenus modifiera le comportement tant de l'économie que du secteur financier. L'approche systémique en matière de stabilité financière, qui ne cesse d'évoluer, changera le mode de transmission de la politique monétaire dans l'économie et, surtout, pourrait aussi avoir une incidence plus directe sur la formulation de celle-ci. À titre d'exemple, comme l'expérience tend à le montrer, il se peut que des vulnérabilités financières qui devront donner lieu à un resserrement par l'entremise des volants contracycliques apparaissent à un moment où il ne semble pas se dessiner de pressions à la hausse sur l'inflation pendant la période de projection habituelle. Le resserrement effectué à l'aide d'un tel outil macroprudentiel de portée générale exercera des pressions à la baisse sur l'inflation, qu'il faudra prendre en considération dans la mise en œuvre de la politique monétaire (**Note technique 8**).

Enfin, dans des circonstances exceptionnelles, la politique monétaire peut avoir à tenir compte de la stabilité financière de manière encore plus directe. Lorsque les déséquilibres représentent une menace pour l'économie dans son ensemble, ou qu'un contexte de bas taux d'intérêt les favorise (**Note technique 7**), elle peut en effet se révéler l'instrument le plus approprié pour soutenir la stabilité du système financier (**Note technique 8**). La politique monétaire a une incidence à grande échelle sur les marchés financiers et sur le levier des institutions financières. L'effet diffus de la politique est difficilement évitable et fait que celle-ci n'est pas un outil adapté à la correction des déséquilibres touchant un secteur unique, mais elle peut être utile pour résoudre les déséquilibres susceptibles de se répercuter sur l'ensemble de l'économie. De plus, la conviction généralisée parmi les acteurs économiques que la politique monétaire sera employée pour contrer l'accumulation de tels risques et déséquilibres est de nature à renforcer l'influence stabilisatrice de cette approche (Mishkin, 2011, et Christensen et Meh, à paraître).

L'analyse qu'il faudra effectuer pour déterminer si l'on a affaire à des circonstances exceptionnelles justifiant de telles mesures complémentaires de politique monétaire fera pendant, et donnera suite, à la surveillance régulière à laquelle doivent s'astreindre les autorités macroprudentielles. Comme les déséquilibres alimentés par l'essor du crédit sont particulièrement dangereux et ont des retombées étendues, il importera de suivre l'évolution des mesures de l'expansion globale du crédit ou du levier financier global (**Note technique 6**). Néanmoins, puisque les déséquilibres peuvent se matérialiser de différentes façons et pour différentes raisons, il n'est pas concevable d'évaluer les vulnérabilités et les risques associés au système financier en fonction d'un seul type d'indicateur. D'autres sources d'information seront nécessaires pour apprécier les causes des mouvements du crédit et estimer le degré de vulnérabilité. Par exemple, le système financier peut être plus vulnérable si le crédit et les prix des actifs ont connu une forte expansion. L'élaboration d'une plus grande gamme d'outils et d'indicateurs permettant de repérer les menaces pour la stabilité financière en est encore à un stade assez préliminaire. La Banque continuera de s'y employer, en concevant notamment des modèles qui tiennent mieux compte des liens entre l'économie réelle et la sphère financière, des indicateurs des vulnérabilités financières et divers modèles de simulation de crise.

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

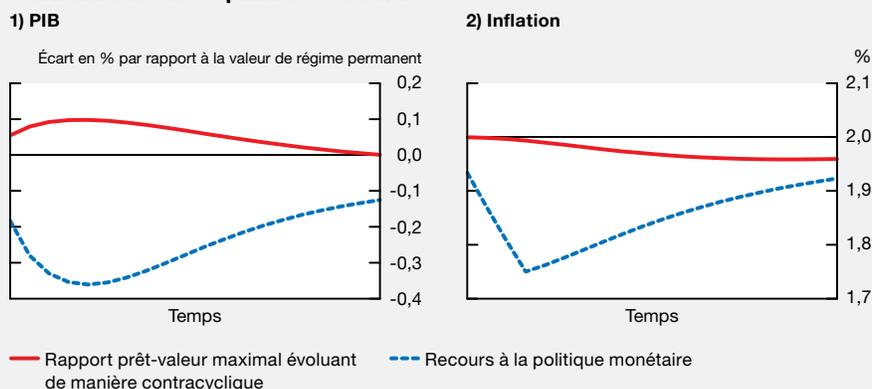
Note technique 8

Face à des déséquilibres généralisés, la politique monétaire pourrait avoir un rôle à jouer

La nature des déséquilibres financiers est une considération essentielle pour déterminer si la politique monétaire doit réagir vigoureusement ou non à ceux-ci.

Lorsque les déséquilibres financiers restent circonscrits à un secteur, le recours à des outils macroprudentiels bien ciblés pour les combattre devrait habituellement suffire. La politique monétaire n'est pas adaptée pour neutraliser ce genre de déséquilibres car elle se répercute dans l'ensemble de l'économie — la hausse de taux d'intérêt que nécessiterait la réduction de déséquilibres sectoriels devant s'opérer au prix d'un ralentissement indu de l'économie entière. Par exemple, des chercheurs de la Banque du Canada ont comparé l'efficacité des instruments macroprudentiels et de la politique monétaire face à une effervescence sur le marché du logement dont l'intensification entraînerait une poussée du crédit aux ménages¹. D'après leurs travaux, le déploiement de la politique monétaire afin de réduire de 60 % la poussée du crédit aux ménages se solderait par un recul de la production de 0,35 % ainsi que par une baisse de l'inflation, qui serait alors inférieure d'environ un quart de point de pourcentage à la cible fixée (**figures 8-A1 et 8-A2**). Un outil macroprudentiel tel qu'un rapport prêt-valeur maximal évoluant de façon contracyclique peut se révéler aussi efficace pour modérer l'exubérance du secteur immobilier tout en ayant un effet moins défavorable sur la production et l'inflation².

Figures 8-A1 et 8-A2 : Le recours aux outils macroprudentiels suffit pour combattre les déséquilibres sectoriels



Source : calculs de la Banque du Canada

Toutefois, si les déséquilibres financiers devaient se propager dans l'économie et avoir des retombées significatives sur la production et l'inflation, l'utilisation d'outils macroprudentiels de portée plus générale pourrait être justifiée, tout comme le recours à la politique monétaire. Dans la mesure où de tels déséquilibres créent des pressions inflationnistes, le resserrement de la politique

¹ Voir Boivin, Lane et Meh (2010) pour une analyse plus détaillée de la question.

² Pour le secteur du logement, l'éventail des outils prudentiels comprend le choix du niveau maximal du rapport prêt-valeur, la mise en place de rapports prêt-valeur évoluant de manière contracyclique, le raccourcissement de la période d'amortissement et le relèvement des primes sur les prêts hypothécaires assurés par la Société canadienne d'hypothèques et de logement. Dans les simulations illustrées ici, il est présumé que toute modification du rapport prêt-valeur maximal s'applique à l'encours intégral des crédits hypothécaires plutôt qu'aux seuls prêts nouvellement émis. Si, dans les faits, cette modification ne concerne que les nouveaux prêts hypothécaires, son incidence sera plus modérée à court terme.

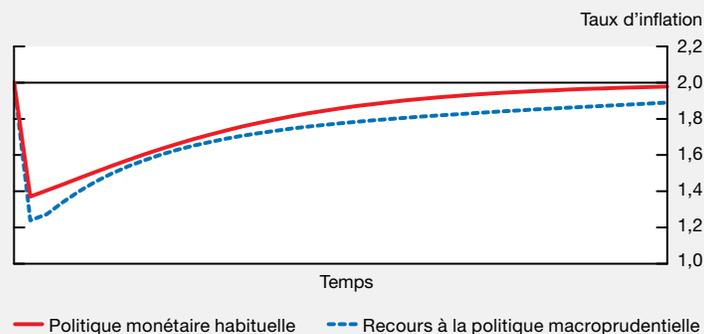
Note technique 8 (suite)

monétaire contribuera aussi à l'atteinte de l'objectif de stabilité financière. Il est possible d'autre part que des déséquilibres financiers touchent de larges pans de l'économie sans produire de pressions inflationnistes importantes³. Par exemple, l'effervescence pourrait être le fruit d'un excès d'optimisme au sujet de l'évolution future de la productivité, ce qui engendrerait plutôt des pressions baissières sur l'inflation. Resserrer l'instrument macroprudentiel accroîtrait ces pressions (Figure 8-B). Dans ce cas, il faudra soit modifier la politique monétaire, soit laisser le taux d'inflation s'inscrire plus longtemps sous la cible⁴.

Face à des déséquilibres généralisés, la politique monétaire pourrait être appelée à jouer un rôle plus direct. Le recours à des instruments de large portée s'imposerait peut-être, auquel cas les politiques monétaire et macroprudentielle auraient à peu près la même incidence sur l'économie (figures 8-C1 et 8-C2).

À la différence d'une situation où les déséquilibres demeurent limités à un secteur, il est probable que le caractère diffus de son action donne à la politique monétaire un avantage en pareilles circonstances, notamment si, par exemple, cette dernière concourt elle-même aux déséquilibres en maintenant les taux

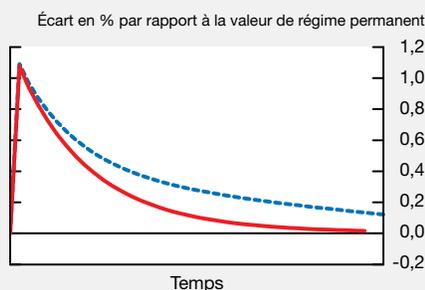
Figure 8-B : Des déséquilibres financiers généralisés pourraient requérir que la politique monétaire tolère des écarts temporaires accrus de l'inflation par rapport à la cible



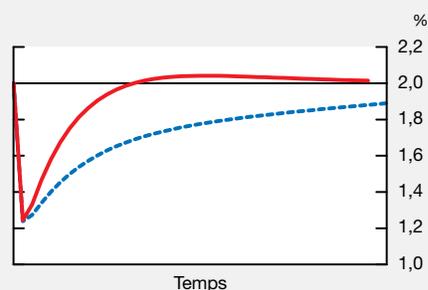
Source : calculs de la Banque du Canada

Figures 8-C1 et 8-C2 : La politique monétaire peut être un outil approprié lorsque les déséquilibres financiers touchent de larges pans de l'économie

1) PIB



2) Inflation



Source : calculs de la Banque du Canada

³ À titre d'exemple, on peut citer le cas d'un déséquilibre financier alimenté par une montée en régime de la croissance de la productivité (la « nouvelle économie ») qui met le système financier en effervescence et provoque de ce fait une hausse abrupte du crédit ainsi qu'un recul de l'inflation.

⁴ Voir Bailliu, Meh et Zhang (2010) pour en savoir plus. Lire également Angelini, Neri et Panetta (2011) de même que Nakornthab et Rungcharoenkitkul (2010).

Note technique 8 (suite)

d'intérêt à de bas niveaux en raison des perspectives macroéconomiques à court terme (**Note technique 7**).

En bref, la politique monétaire n'est pas un outil adapté à la résolution des déséquilibres sectoriels à cause de son incidence à grande échelle, mais elle pourrait être utile dans le cadre d'un régime flexible de ciblage de l'inflation pour s'attaquer aux déséquilibres susceptibles de toucher l'ensemble de l'économie.

En conclusion

La stabilité économique et la stabilité financière sont intimement liées, et si l'on vise la première sans égard à la deuxième, on risque fort de ne réaliser ni l'une ni l'autre. Mais il est primordial que l'attribution des responsabilités soit clairement établie. L'objectif fondamental de la politique monétaire est la stabilité des prix. Les principaux outils permettant d'assurer la stabilité financière sont la réglementation et la supervision micro- et macroprudentielles. Les outils macroprudentiels ne peuvent remplacer la politique monétaire pour maîtriser l'inflation, et inversement, la politique monétaire ne peut remplacer une réglementation et une supervision micro- et macroprudentielles adéquates pour maintenir la stabilité financière.

Il faut néanmoins reconnaître que ces deux jeux d'outils ont une incidence à la fois sur la stabilité économique et sur la stabilité financière. En luttant contre l'essor excessif du crédit et en permettant l'accumulation de réserves destinées à absorber un choc potentiel s'il ne peut être entièrement contenu, les outils macroprudentiels tels que les volants de fonds propres contracycliques devraient favoriser une plus grande stabilité des prix et de l'économie. De même, dans certaines circonstances, la politique monétaire peut soutenir directement la stabilité financière en complétant la politique macroprudentielle employée, particulièrement lorsque des déséquilibres généralisés se forment ou se résorbent¹⁵.

Globalement, les enseignements de la crise font nettement ressortir l'une des principales vertus du régime canadien de ciblage de l'inflation : sa flexibilité. Un régime arrimé à une cible d'inflation solide et crédible procure aux autorités monétaires la flexibilité dont elles ont besoin pour renforcer occasionnellement la stabilité du système financier.

¹⁵ Voir à ce sujet l'analyse d'Eichengreen et autres (2011), une mise en perspective internationale des fonctions que devraient assumer les banques centrales. Voir aussi Woodford (à paraître) pour une analyse récente des interactions entre politique monétaire et stabilité financière.

5. Programme de recherches futures

L'expérience des vingt dernières années témoigne de la solidité du régime flexible de ciblage de l'inflation aux fins de la conduite de la politique monétaire. Toutefois, elle a aussi mis en évidence le fait que les forces économiques et financières qui influent sur la conjoncture dans laquelle opère la politique monétaire sont en mutation constante et que notre compréhension de ces forces doit évoluer en conséquence. C'est pourquoi la Banque s'est engagée à poursuivre ses recherches sur le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire. Dans le contexte de ces efforts continus, elle accordera une attention particulière à trois thèmes au cours des cinq prochaines années.

Le premier a trait aux liens qui existent entre l'évolution du marché financier et l'économie, y compris leurs ramifications à l'échelle internationale. L'analyse de l'importance des liens entre les sphères financière et réelle pour les perspectives économiques ne date pas d'hier à la Banque, et de nouveaux progrès ont été réalisés ces dernières années dans l'incorporation plus formelle de ces liens dans les principaux modèles de politique monétaire de l'institution. Cependant, la crise récente a fait ressortir la nécessité pour les banques centrales du monde entier d'intensifier leurs efforts à ce chapitre. En particulier, il faut veiller à ce que les divers canaux par lesquels l'évolution financière et l'évolution macroéconomique peuvent s'autoalimenter soient mieux compris. Il convient aussi d'analyser de manière plus approfondie le canal de prise de risque de la politique monétaire (**Note technique 7**), l'interaction entre les politiques monétaire et macroprudentielles ainsi que l'utilisation et la valeur des indicateurs avancés d'une crise financière potentielle.

Le deuxième thème de recherche concerne la borne limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro et ses implications pour la conduite de la politique monétaire. Comme les taux d'intérêt de nombreux pays ont heurté la borne du zéro, bien des banques centrales ont dû recourir à des moyens d'intervention non traditionnels afin d'accentuer la détente monétaire nécessaire. Cette expérience a mené à une réévaluation de la fréquence à laquelle la borne du zéro pourrait être atteinte dans l'avenir. En se fondant sur l'éventail de politiques non traditionnelles appliquées d'un pays à l'autre, la Banque évaluera l'efficacité relative de ces politiques et leurs coûts potentiels.

Le troisième thème porte sur la question plus fondamentale de la formation des attentes. La façon dont le public s'ajuste aux conditions économiques changeantes et envisage l'avenir est déterminante pour l'efficacité de la politique monétaire. Bon nombre d'enjeux liés à cette dernière — comme

la nature du lien entre l'évolution de la sphère financière et l'économie, les avantages relatifs du ciblage du niveau des prix et du ciblage de l'inflation, ou l'efficacité des politiques non traditionnelles — sont fonction du mode de formation des anticipations et de la manière d'apprendre du public. Une meilleure compréhension de la formation des attentes peut aussi concourir à l'efficacité de la politique monétaire en contribuant aux stratégies de communication de la Banque. Celle-ci poursuivra ses travaux de modélisation des implications de diverses hypothèses concernant le mode de formation des anticipations, en s'appuyant sur des données d'enquête et en tirant parti de l'économie expérimentale.

Il va sans dire que ces trois thèmes de recherche justifient une étude plus approfondie, mais l'expérience des dernières années illustre l'importance de la flexibilité du programme de recherche en matière de politique monétaire. Cela vise non seulement l'orientation de la recherche mais aussi son application, étant donné que de nouvelles données et expériences pourraient enrichir la réflexion sur d'anciennes questions. En particulier, alors que les décideurs publics s'attachent à élever leur degré de confiance quant à leur capacité de composer avec les risques et les conséquences liés aux vulnérabilités financières, ici et à l'étranger, l'abaissement de la cible d'inflation ou l'adoption d'une cible fondée sur le niveau des prix pourrait sembler plus avantageux, et les coûts, plus gérables. Il est donc possible que ces innovations potentielles dans le cadre de conduite de la politique monétaire soient réexaminées plus tard.

6. L'approche flexible de la Banque en matière de ciblage de l'inflation

L'objectif de la politique monétaire au Canada est de contribuer au bien-être des Canadiens en favorisant une croissance économique soutenue, la progression de l'emploi et l'amélioration du niveau de vie. La meilleure façon d'atteindre cet objectif est de faire en sorte que les entreprises et les ménages du pays aient confiance dans la valeur de la monnaie qu'ils utilisent. Le bilan du Canada en matière de ciblage de l'inflation au cours des vingt dernières années démontre que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible que l'on peut le mieux y arriver.

La politique monétaire au Canada a pour objet l'atteinte et le maintien d'un taux d'inflation de 2 % au fil du temps, mesuré en fonction du taux de variation sur douze mois de l'IPC global. La politique monétaire intervient de façon symétrique autour de la cible d'inflation. En d'autres termes, la Banque se préoccupe autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.

La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour¹⁶. Ces modifications se transmettent à l'économie par les effets qu'elles exercent sur toute la gamme des taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change. Ainsi, une réduction du taux directeur entraîne généralement une baisse des taux du marché, une augmentation des prix des actifs et une diminution de la valeur externe du dollar canadien. Elle se trouve du coup à accroître la demande de produits canadiens, en encourageant les consommateurs et les entreprises au pays à épargner moins ou à emprunter davantage et en favorisant les exportations tout en freinant les importations. C'est l'inverse qui se vérifie lorsque la Banque relève le taux directeur.

Le taux de change flottant est un élément important du cadre de conduite de la politique monétaire du Canada. Outre son rôle dans la transmission de la politique monétaire, la flexibilité du dollar canadien permet à la Banque de mener une politique monétaire indépendante axée sur l'atteinte de la cible d'inflation et la stabilisation de l'économie canadienne. Les variations du taux de change lui-même servent également d'amortisseur automatique et aident ainsi à protéger l'économie des chocs externes et internes.

¹⁶ Lorsque la borne limitant à zéro les taux d'intérêt devient contraignante, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois principaux mécanismes de rechange : 1) une déclaration conditionnelle au sujet de la trajectoire future des taux directeurs, 2) l'assouplissement quantitatif et 3) l'assouplissement direct du crédit. L'annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire* décrit ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation.

Par l'entremise de ces canaux, un assouplissement (resserrement) de la politique monétaire a généralement pour conséquence de stimuler (restreindre) la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre la vigueur de cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie. Par les mesures qu'elle prend, la Banque cherche à parvenir à cet équilibre d'une manière qui soit compatible avec la réalisation de la cible d'inflation de 2 % au fil du temps.

Il faut prévoir un certain temps pour que les interventions en matière de politique monétaire se répercutent sur l'économie et fassent sentir pleinement leur effet sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit toujours avoir une orientation prospective. Ainsi, la Banque fixe le taux directeur en se fondant sur ce qu'elle juge être l'évolution probable du taux d'inflation dans l'avenir. Cette évaluation exige un examen rigoureux des données économiques concernant l'équilibre entre l'offre et la demande dans l'économie ainsi que des autres facteurs agissant sur les pressions inflationnistes sous-jacentes. À cet égard, la Banque a recours à l'inflation mesurée par l'indice de référence comme guide dans la conduite de la politique monétaire afin de réaliser la cible établie pour l'inflation mesurée par l'IPC global. Si, de pair avec d'autres indicateurs des pressions inflationnistes, l'inflation mesurée par l'indice de référence est suivie de près, c'est en vue de faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne remplace pas l'inflation mesurée par l'IPC global.

Au moment d'évaluer l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour réaliser la cible d'inflation, la Banque doit aussi se former un jugement sur l'horizon le plus approprié pour ramener l'inflation à la cible. Ce jugement est nécessaire car, au moment de prendre des mesures de politique monétaire pour stabiliser l'inflation à la cible, la Banque doit aussi gérer la volatilité que ces mesures peuvent entraîner au sein de l'économie et des marchés financiers, une volatilité susceptible de nuire au bien-être des Canadiens. La Banque doit donc tenir compte de ce facteur dans les décisions qu'elle prend en vue de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible et de favoriser, par ce moyen, la stabilité et le bon fonctionnement de l'économie.

L'horizon le plus approprié pour le retour de l'inflation à la cible dépend de la nature et de la persistance des chocs auxquels est soumise l'économie. D'une façon générale, il existe trois types de circonstances dans lesquelles il peut être souhaitable de faire remonter ou redescendre l'inflation à la cible sur une période un peu plus longue qu'à l'accoutumée. Premièrement, les répercussions d'un choc pourraient se manifester avec une ampleur et une persistance telles qu'il serait justifié de viser un horizon plus éloigné pour fournir une plus grande stabilité à l'économie et aux marchés financiers. Des considérations liées à la stabilité pourraient amener la Banque à tolérer sur une période un peu plus longue, par exemple, les conséquences inflationnistes d'une hausse inhabituellement marquée et persistante des cours du pétrole, ou les conséquences désinflationnistes d'un fort ralentissement de l'économie mondiale, y compris les contraintes possibles de la borne du zéro sur les taux d'intérêt.

Deuxièmement, grâce à un horizon plus éloigné, la politique monétaire peut également favoriser les ajustements aux excès financiers ou aux étranglements du crédit. Ainsi, il pourrait y avoir des situations où, même si l'inflation est supérieure à la cible, le maintien de la détente monétaire en place et une période légèrement plus longue pour ramener l'inflation à la cible seraient désirables pour faciliter l'ajustement aux efforts généralisés de réduction du levier financier que l'on observe. À l'inverse, un resserrement de la politique

monétaire qui permettrait à l'inflation de rester sous la cible plus longtemps que d'ordinaire pourrait aider à contrer de façon préventive un recours excessif au levier financier et une accentuation généralisée des déséquilibres financiers (**Note technique 8**).

Troisièmement, l'horizon optimal de la cible d'inflation dépend de l'évolution des risques planant sur les perspectives. Les chocs subis par l'économie, actuels et à venir, s'accompagnent inévitablement d'incertitude. Dans certaines situations, les risques entourant les perspectives de l'inflation peuvent être orientés à la baisse. Il convient alors de trouver un juste équilibre entre la formulation de la politique monétaire en fonction des perspectives les plus probables et la nécessité de limiter les conséquences néfastes dans l'éventualité où les risques à la baisse se matérialiseraient. Il serait justifié dans ce cas d'imprimer un degré de détente monétaire plus important que ce qui serait souhaitable en l'absence des risques à la baisse. Cependant, si les risques à la baisse se dissipent au lieu de se matérialiser, les pressions inflationnistes accrues qui en résulteraient dicteraient un retour de l'inflation à la cible sur une période plus longue. L'inverse se vérifie lorsque les risques pesant sur les perspectives de l'inflation sont orientés à la hausse.

En somme, l'évolution de la conjoncture économique pourrait exiger une certaine flexibilité quant à l'horizon visé par la Banque pour ramener l'inflation à la cible. Cette flexibilité fait partie intégrante du cadre de conduite de la politique monétaire au Canada et dans tous les autres pays dotés d'une cible d'inflation.

Un autre élément crucial du régime de ciblage de l'inflation du Canada concerne l'approche claire et transparente adoptée en matière de communication, laquelle revêt une grande importance pour l'efficacité de la politique monétaire et la reddition de comptes à ce chapitre. La Banque fait part régulièrement de son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour la trajectoire de l'inflation, et indique la période à la fin de laquelle elle s'attend à voir l'inflation revenir à la cible.

La latitude dont dispose la Banque pour exercer la flexibilité appropriée à l'égard de l'horizon de la cible d'inflation repose sur la crédibilité qu'elle s'est forgée grâce aux résultats probants obtenus dans l'atteinte de cette cible. Il en ressort toute l'importance des efforts déployés sans relâche par la Banque dans la poursuite de l'objectif consistant à réaliser la cible d'inflation de 2 % au fil du temps, ce qui, en définitive, demeure la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au bien-être économique des Canadiens.

Bibliographie

- Adrian, T., E. Moench et H. S. Shin (2010). « Macro Risk Premium and Intermediary Balance Sheet Quantities », *IMF Economic Review*, vol. 58, n° 1, p. 179-207.
- Adrian, T., et H. S. Shin (2010). « Financial Intermediaries and Monetary Economics », *Handbook of Monetary Economics*, sous la direction de B. M. Friedman et M. Woodford, Amsterdam, North-Holland, vol. 3A, ch. 12, p. 601-650.
- Altunbas, Y., L. Gambacorta et D. Marques-Ibanez (2010). *Does Monetary Policy Affect Bank Risk-Taking?*, document de travail n° 298, Banque des Règlements Internationaux.
- Amano, R., T. Carter et K. Moran (2010). *Inflation and Growth: A New Keynesian Perspective*, Banque du Canada. Version préliminaire.
- Amano, R., J. Engle-Warnick et M. Shukayev (2011). *Price-Level Targeting and Inflation Expectations: Experimental Evidence*, document de travail n° 2011-18, Banque du Canada.
- Amano, R., R. Mendes et S. Murchison (2009). *Endogenous Rule-of-Thumb Price Setters and Monetary Policy*, Banque du Canada. Version préliminaire.
- Amano, R., K. Moran, S. Murchison et A. Rennison (2009). « Trend Inflation, Wage and Price Rigidities, and Productivity Growth », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 3, p. 353-364.
- Angelini, P., S. Neri et F. Panetta (2011). *Monetary and Macroprudential Policies*, document de travail n° 801, Banque d'Italie.
- Bailliu J., C. Meh et Y. Zhang (2010). *Optimal Monetary Policy and Macrofinancial Risk: Should Central Banks Respond to Emerging Financial Imbalances?*, Banque du Canada. Version préliminaire.
- Berg, C., et L. Jonung (1999). « Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937 », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 3, p. 525-551.

- Boivin, J., T. Lane et C. Meh (2010). « La place de la politique monétaire dans la lutte contre les déséquilibres financiers », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 27-41.
- Borio, C. (2011). *Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?*, document de travail n° 353, Banque des Règlements Internationaux.
- Borio, C., et P. Lowe (2002). *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*, document de travail n° 114, Banque des Règlements Internationaux.
- Borio, C., et H. Zhu (2008). *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, document de travail n° 268, Banque des Règlements Internationaux.
- Brunnermeier, M. K., et L. H. Pedersen (2009). « Market Liquidity and Funding Liquidity », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, p. 2201-2238.
- Cao, S., J.-V. Ríos-Rull, C. Meh et Y. Terajima (2009). *Inflation, Nominal Debt, Housing, and Welfare*, Banque du Canada. Version préliminaire.
- Carney, M. (2009). *Quelques considérations sur le recours à la politique monétaire pour stabiliser l'activité économique*, discours prononcé à un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 22 août.
- (2010). *Vivre en période prolongée de bas taux d'intérêt*, discours prononcé devant l'Economic Club of Canada, Toronto (Ontario), 13 décembre.
- Cateau, G., O. Kryvtsov, M. Shukayev et A. Ueberfeldt (2009). *Adopting Price-Level Targeting under Imperfect Credibility in ToTEM*, document de travail n° 2009-17, Banque du Canada.
- Christensen, I., et C. Meh (à paraître). *Countercyclical Loan-to-Value Ratio and Monetary Policy*, document de travail, Banque du Canada.
- Chung, H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider et J. C. Williams (à paraître). « Have We Underestimated the Probability of Hitting the Zero Lower Bound? », *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Claessens, S., M. A. Kose et M. E. Terrones (2009). « What Happens During Recessions, Crunches and Busts? », *Economic Policy*, vol. 24, n° 60, p. 653-700.
- Cociuba, S., M. Shukayev et A. Ueberfeldt (à paraître). *Do Low Interest Rates Sow the Seeds of Financial Crises?*, document de travail, Banque du Canada.
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko et J. F. Wieland (2010). *The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models*, document de travail n° 16093, National Bureau of Economic Research.
- Coletti, D., R. Lalonde et D. Muir (2008). *Inflation Targeting and Price-Level-Path Targeting in the GEM: Some Open Economy Considerations*, document de travail n° 2008-6, Banque du Canada.

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010a). *An Assessment of the Long-Term Economic Impact of Stronger Capital and Liquidity Requirements*, Banque des Règlements Internationaux, août. Internet : <http://www.bis.org/publ/bcbs173.pdf>.
- . (2010b). *Guidance for National Authorities Operating the Countercyclical Capital Buffer*, Banque des Règlements Internationaux, décembre. Internet : <http://www.bis.org/publ/bcbs187.pdf>.
- Crawford, A. (1998). « Le point sur les biais de mesure inhérents à l'IPC canadien », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 39-56.
- Crawford, A., et G. Wright (2001). *Downward Nominal-Wage Rigidity: Micro Evidence from Tobit Models*, document de travail n° 2001-7, Banque du Canada.
- Crowe, C., G. Dell'Ariccia, D. Igan et P. Rabanal (2011). *Policies for Macroeconomic Stability: Options to Deal with Real Estate Booms*, coll. « IMF Staff Discussion Notes », n° SDN/11/02, Fonds monétaire international.
- Damar, H. E., C. A. Meh et Y. Terajima (2010). *Leverage, Balance Sheet Size and Wholesale Funding*, document de travail n° 2010-39, Banque du Canada.
- De Resende, C., A. Dib et M. Kichian (2010). *Alternative Optimized Monetary Policy Rules in Multi-Sector Small Open Economies: The Role of Real Rigidities*, document de travail n° 2010-9, Banque du Canada.
- Dell'Ariccia, G., L. Laeven et R. Marquez (2010). *Monetary Policy, Leverage, and Bank Risk-Taking*, document de travail n° WP/10/276, Fonds monétaire international.
- Diamond, D. W., et R. G. Rajan (2009). « The Credit Crisis: Conjectures about Causes and Remedies », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 99, n° 2, p. 606-610.
- Doepke, M., et M. Schneider (2006). « Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth », *Journal of Political Economy*, vol. 114, n° 6, p. 1069-1097.
- Dubecq, S., B. Mojon et X. Ragot (2009). *Fuzzy Capital Requirements, Risk-Shifting and the Risk Taking Channel of Monetary Policy*, document de travail n° 254, Banque de France.
- Eggertsson, G. B. (2008). « Great Expectations and the End of the Depression », *The American Economic Review*, vol. 98, n° 4, p. 1476-1516.
- Eichengreen, B., M. El-Erian, A. Fraga, T. Ito, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, C. Reinhart, H. Rey, D. Rodrik, K. Rogoff, H. S. Shin, A. Velasco, B. Weder di Mauro et Y. Yu (2011). *Rethinking Central Banking*, Committee on International Economic Policy and Reform, Washington, The Brookings Institution.
- Farhi, E., et J. Tirole (à paraître). « Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailouts », *The American Economic Review*.

- Feldstein, M. (1997). « The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability », *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, sous la direction de C. D. Romer et D. H. Romer, Chicago, The University of Chicago Press, p. 123-166.
- Financial Services Authority (2009). *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*. Internet : http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.
- Friedman, M. (1969). *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Londres, Macmillian.
- Gambacorta, L. (2009). « Monetary Policy and the Risk-Taking Channel », *Rapport trimestriel BRI*, décembre, p. 43-53.
- Gertler, M., N. Kiyotaki et A. Queralto (à paraître). « Financial Crises, Bank Risk Exposure and Government Financial Policy », *Journal of Monetary Economics*.
- Groupe des Trente (2010). *Enhancing Financial Stability and Resilience: Macroprudential Policy, Tools, and Systems for the Future*, rapport spécial du groupe de travail sur les politiques macroprudentielles, Washington.
- Hanson, S. G., A. K. Kashyap et J. C. Stein (2011). « A Macroprudential Approach to Financial Regulation », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 25, n° 1, p. 3-28.
- Haugh, D., P. Ollivaud et D. Turner (2009). *The Macroeconomic Consequences of Banking Crises in OECD Countries*, document de travail n° 683, Département des Affaires économiques, Organisation de coopération et de développement économiques.
- He, Z. (2010). *Evaluating the Effect of the Bank of Canada's Conditional Commitment Policy*, document d'analyse n° 2010-11, Banque du Canada.
- Jenkins, P., et B. O'Reilly (2001). « Monetary Policy and the Economic Well-Being of Canadians », *The Review of Economic Performance and Social Progress 2001: The Longest Decade: Canada in the 1990s*, sous la direction de K. Banting, A. Sharpe et F. St-Hilaire, Institut de recherche en politiques publiques et Centre d'étude des niveaux de vie, p. 89-111.
- Jiménez, G., S. Ongena, J. L. Peydró et J. Saurina (2008). *Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?*, document de travail n° 0833, Banque d'Espagne.
- (à paraître). « Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications », *The American Economic Review*.
- Kaminsky, G. L., et C. M. Reinhart (1999). « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems », *The American Economic Review*, vol. 89, n° 3, p. 473-500.

- Kozicki, S., E. Santor et L. Suchanek (2011). « L'expérience internationale du recours à une mesure de politique monétaire non traditionnelle : l'achat d'actifs par les banques centrales », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-27.
- Kryvtsov, O., M. Shukayev et A. Ueberfeldt (2008). *Adopting Price-Level Targeting under Imperfect Credibility: An Update*, document de travail n° 2008-37, Banque du Canada.
- Longworth, D. (2002). « Inflation et macroéconomie : changements survenus entre les années 1980 et 1990 », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-19.
- Lucas, R. E. (1973). « Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs », *The American Economic Review*, vol. 63, n° 3, p. 326-334.
- Maddaloni, A., et J. L. Peydró (2011). « Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-Area and the U.S. Lending Standards », *The Review of Financial Studies*, vol. 24, n° 6, p. 2121-2165.
- Masson, P. R., et M. D. Shukayev (2011). « Are Bygones not Bygones? Modeling Price-Level Targeting with an Escape Clause and Lessons from the Gold Standard », *Journal of Macroeconomics*, vol. 33, n° 2, p. 162-175.
- Meh, C., V. Quadrini et Y. Terajima (2009). *Real Effects of Price Stability with Endogenous Nominal Indexation*, document de travail n° 2009-16, Banque du Canada.
- Meh, C., J.-V. Ríos-Rull et Y. Terajima (2010). « Aggregate and Welfare Effects of Redistribution of Wealth under Inflation and Price-Level Targeting », *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n° 6, p. 637-652.
- Meh, C., et Y. Terajima (à paraître). « Inflation, Nominal Portfolios, and Wealth Redistribution in Canada », *Revue canadienne d'économique*.
- Mishkin, F. S. (2011). *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, document de travail n° 16755, National Bureau of Economic Research.
- Murchison, S. (2010). « Ciblage du niveau des prix et chocs de prix relatifs », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 13-25.
- (à paraître). *Consumer Price Index Targeting*, document de travail, Banque du Canada.
- Nakornthab, D., et P. Rungcharoenkitkul (2010). *Marrying Monetary Policy and Macroprudential Regulation: Exploration of Issues*, étude spéciale n° 49, Banques centrales de l'Asie du Sud-Est (SEACEN).
- Paligorova, T., et J. Santos (2011). *Bank Risk-Taking in Episodes of Easy Monetary Policy*, Banque du Canada et Banque fédérale de réserve de New York, août. Version préliminaire.
- Rajan, R. G. (2006). « Has Finance Made the World Riskier? », *European Financial Management*, vol. 12, n° 4, p. 499-533.
- Reinhart, C. M., et V. R. Reinhart (2010). *After the Fall*, document de travail n° 16334, National Bureau of Economic Research.

- Rossiter, J. (2005). *Measurement Bias in the Canadian Consumer Price Index*, document de travail n° 2005-39, Banque du Canada.
- Sabourin, P. (à paraître). *Measurement Bias in the Canadian CPI: An Update*, document de travail, Banque du Canada.
- Sims, C. A. (2009). *Inflation Expectations, Uncertainty and Monetary Policy*, document de travail n° 275, Banque des Règlements Internationaux.
- Summers, L. (1991). « How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 23, n° 3, p. 625-631.
- Svensson, L. E. O. (1999). « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31, n° 3, p. 277-295.
- (2003). *Optimal Policy with Low-Probability Extreme Events*, document de travail n° 10196, National Bureau of Economic Research.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.
- (à paraître). *Monetary Policy and Financial Stability*, Université Columbia.