

Les banques centrales modernes : une perspective canadienne

Exposé présenté à HEC Montréal
Le 20 octobre 2007

Paul Jenkins
Premier sous-gouverneur
Banque du Canada

Sommaire

- I. Caractéristiques des banques centrales modernes
- II. Importance d'un cadre cohérent pour la conduite de la politique monétaire
- III. Expérience du Canada en matière de poursuite de cibles d'inflation
 - Un pionnier dans le domaine
 - Convergence des régimes de cibles d'inflation
 - Meilleure tenue de l'économie

Sommaire

IV. Reconduction récente de la cible de maîtrise de l'inflation du Canada

- Recherches récentes
- Deux questions importantes en suspens
- Programme de recherche pour les trois prochaines années

V. Conclusion

I. Les banques centrales modernes

- Une banque centrale moderne et crédible se distingue par cinq grandes caractéristiques :
 - La légitimité
 - Des objectifs stratégiques clairs et des outils efficaces
 - La flexibilité
 - Un processus décisionnel expert
 - La transparence et la responsabilité
- Comment la conduite de la politique monétaire du Canada se mesure-t-elle par rapport à ces cinq caractéristiques?

Le Canada fait-il bonne figure?

- La légitimité
 - Le régime de cibles d'inflation fait l'objet d'une entente entre le gouvernement canadien et la Banque du Canada.
 - Compte tenu de l'expérience du Canada en matière de cibles d'inflation, le public est largement favorable au maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.
- Des objectifs clairs et des outils efficaces
 - Un objectif clair : une cible de 2 % pour l'IPC
 - Un instrument : le taux du financement à un jour
- La flexibilité
 - Un délai de 18 à 24 mois pour ramener l'inflation à la cible
 - Une politique orientée vers l'avenir
 - Des décisions périodiques (principe de la répétition)
 - Une démarche symétrique visant à la fois les pressions à la hausse et les pressions à la baisse sur l'inflation

Le Canada fait-il bonne figure?

- Un processus décisionnel expert
 - Décision par consensus des six membres du Conseil de direction
 - Évaluation de données provenant de diverses sources
 - Collaboration étroite avec le personnel, contributions fondées sur la recherche
 - Discussion et débat approfondis sur toute l'information pertinente
- La transparence et la responsabilité
 - Un objectif clair, qui aide à expliquer l'importance des objectifs de la politique et qui engage la responsabilité de la Banque.
 - Un programme de communication intégré, qui entretient une relation régulière et continue avec nos publics cibles.
 - Nous reviendrons sur l'importance de la communication.

II. Un cadre de politique cohérent

- Un cadre cohérent pour la conduite de la politique monétaire est formé de différents volets dont l'action se conjugue pour atteindre les résultats visés et est résistant aux chocs économiques et financiers.
- Le cadre de conduite de la politique monétaire du Canada comporte trois éléments fondamentaux :
 - une cible d'inflation claire;
 - un taux de change flottant, qui tient compte du mécanisme de transmission de la politique monétaire;
 - la transparence et les communications.

Avantages d'un taux de change flottant

- Un taux de change flottant :
 - permet au Canada de mener une politique monétaire indépendante, qui convient à sa situation intérieure;
 - facilite l'ajustement aux perturbations économiques en fournissant des signaux clairs sur l'évolution des prix.
- Malgré l'intégration poussée de leurs économies, le Canada et les États-Unis ont des structures économiques très différentes.
- La mobilité de la main-d'œuvre entre le Canada et les États-Unis est limitée comparativement à ce qu'elle est à l'intérieur du territoire canadien.
- Compte tenu de ces différences, une simple analyse coûts-avantages fait ressortir la supériorité de notre cadre actuel de conduite de la politique monétaire comparativement à un régime quelconque de taux de change fixe.

III. L'expérience du Canada en matière de cibles d'inflation

- Le Canada a été l'un des premiers pays à suivre l'exemple de la Nouvelle-Zélande en se dotant de cibles d'inflation.
- Le régime actuel de maîtrise de l'inflation donne des résultats satisfaisants, mais il est naturel de vouloir encore l'améliorer.
- Pourquoi ce sujet intéresse particulièrement le Canada – l'entente avec le gouvernement sur la cible d'inflation a été renouvelée l'année dernière.
- La Banque discute de certaines des avenues qu'elle explore dans l'espoir d'inciter d'autres organismes de recherche à collaborer à ses travaux.

Évolution de l'opinion mondiale sur les cibles d'inflation

- Scepticisme initial – tant dans les pays industrialisés que dans les économies de marché émergentes.
- Vingt-trois pays ont aujourd’hui des cibles d’inflation explicites, et la liste s’allonge.
- Bien d’autres pays et régions visent des cibles d’inflation implicites ou officieuses.

Convergence progressive des régimes de cibles d'inflation

- Les régimes de poursuite de cibles d'inflation étaient initialement différents – surtout entre les économies industrielles et les économies de marché émergentes.
- On observe maintenant une convergence des cadres de poursuite de cibles d'inflation sur un modèle commun, lequel comprend une cible de 2 % pour l'IPC cité dans les manchettes, une fourchette de variation de un point de pourcentage de part et d'autre de la cible ainsi qu'un programme de communication d'envergure.
- Au Canada, très peu de modifications ont été apportées au cadre d'origine.

Preuves d'une meilleure tenue de l'économie

- La poursuite de cibles d'inflation ne garantit pas la bonne tenue de l'économie.
- On observe cependant que les pays qui ont adopté des cibles d'inflation semblent avoir obtenu de meilleurs résultats par rapport à ceux qui ne s'en étaient pas fixées et par rapport à leur rendement préalable.
- Une des études notables à ce sujet est l'examen approfondi réalisé par Klaus Schmidt-Hebbel et Rick Mishkin (2005).

Preuves d'une meilleure tenue de l'économie

- Les pays qui ont des cibles d'inflation se distinguent généralement par :
 - 1) une inflation plus faible et plus stable;
 - 2) une réduction de l'incidence du taux de change sur les prix;
 - 3) des taux d'intérêt plus bas et plus stables;
 - 4) des attentes d'inflation plus fermement ancrées;
 - 5) une indépendance accrue de la politique monétaire;
 - 6) une croissance de la production plus stable.

Tableau 1

III (suite)

L'économie canadienne

Taux d'inflation observé sur différentes périodes*					
	1975M1 à 1991M1	1991M2 à 2007M8	1995M12 à 2007M8	1995M12 à 2001M4	2001M5 à 2007M8
Moyenne (en %)	7,1	2,1	2,0	1,8	2,2
Écart-type	2,9	1,2	0,8	0,7	0,9
Pourcentage des cas où le taux a été dans la fourchette cible	s.o.	72	82	83	80

* Taux d'accroissement de l'IPC global sur douze mois

Tableau 2

III (suite)

L'économie canadienne

	Moyenne (en %)				Écart-type			
	1975M2 à 1991M1	1991M2 à 2007M8	1995M12 à 2007M8	2001M5 à 2007M8	1975M2 à 1991M1	1991M2 à 2007M8	1995M12 à 2007M8	2001M5 à 2007M8
Taux d'aug. de l'IPC sur 12 mois	7,1	2,1	2,0	2,2	2,9	1,2	0,8	0,9
Croissance du PIB réel ¹	2,9	3,1	3,3	2,6	3,8	1,9	1,8	1,5
Taux de chômage	8,9 ²	8,5	7,6	7,0	1,7 ²	1,7	1,0	0,6
Taux d'intérêt à 3 mois	10,9	4,7	3,9	3,2	3,0	1,8	1,1	0,8
Taux d'intérêt à 10 ans	10,8	6,1	5,3	4,7	2,0	1,6	0,9	0,5

1. Taux de croissance trimestriel annualisé pour les périodes 1975T1 à 1991T1; 1991T2 à 2007T2; 1995T4 à 2007T2; 2001T2 à 2007T2.

2. 1976M1 à 1991M1. L'échantillon débute en janvier 1976, mois où est introduite une nouvelle enquête sur la pop. active.

L'économie canadienne

Évolution comparée de l'inflation selon l'IPC global et l'indice de référence

	1991M2 à 1995M11	1995M12 à 2001M4	2001M5 à 2007M8
Taux d'accroissement sur 12 mois (en %)			
IPC global	2,2	1,8	2,2
Indice de référence (IPCX)	2,1	1,5	2,0
Écart-type			
IPC global	1,8	0,7	0,9
Indice de référence (IPCX)	0,4	0,4	0,4

Quelques points de comparaison entre le Canada et les États-Unis

- L'économie américaine a affiché de bons résultats malgré l'absence de cibles (explicites) d'inflation.
- Les situations des deux pays peuvent ne pas être directement comparables, le Canada ayant une économie (relativement) petite et ouverte.
- Néanmoins, certaines observations donnent à penser que la meilleure tenue de l'économie canadienne est liée à la poursuite de cibles d'inflation.
- Inflation plus basse, moins variable et moins persistante, et attentes d'inflation plus solidement ancrées.

Tableau 4

III (suite)

Comparison des résultats économiques canadiens et américains

	Canada	États-Unis	Canada	États-Unis	Canada	États-Unis
	Moyenne 1980M1 à 1991M1		Moyenne 1991M2 à 2007M8		Moyenne 1997M1 à 2007M8	
IPC – en glissement annuel	6,36	5,55	2,07	2,72	2,07	2,54
Indice de référence – en glissement annuel	4,06 ¹	5,97	1,89	2,63	1,80	2,22
PIB réel ²	2,44	2,80	3,06	3,08	3,38	2,98
Taux d'intérêt à 3 mois	11,69	9,06	4,71	4,22	3,86	3,98
Taux d'intérêt à 10 ans	11,42	10,19	6,14	6,06	5,08	5,43

1. 1985M1 à 1991M1.

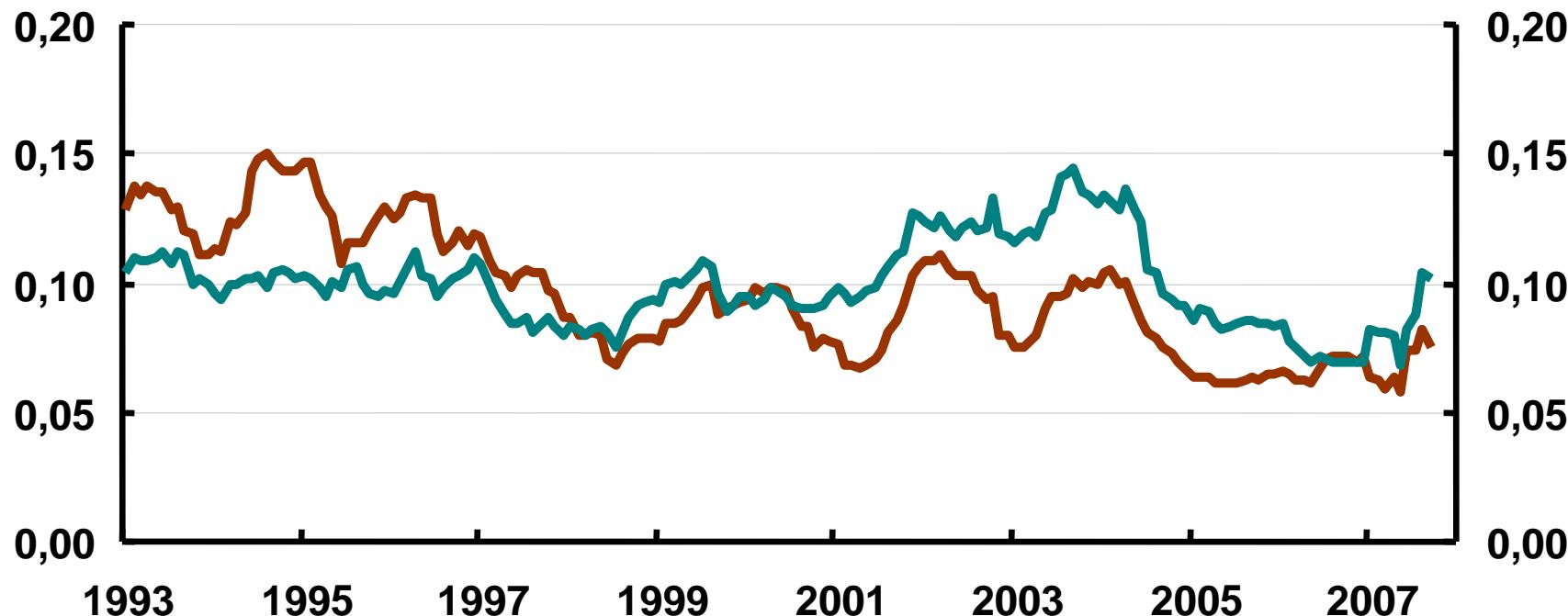
2. Variation trimestrielle annualisée : 1980T1 à 1991T1; 1991T2 à 2007T2, 1997T1 à 2007T2.

Graphique 1

III (suite)

Volatilité des taux d'intérêt : comparaison entre le Canada et les États-Unis

Rendements à dix ans
Moyenne sur 12 mois de l'écart-type
en points de pourcentage



Qu'avons-nous appris jusqu'ici?

- 1) La poursuite de cibles d'inflation est considérée comme une pratique optimale pour les pays qui ont leur propre monnaie et un taux de change flottant.
- 2) Les régimes de cibles d'inflation de différents pays commencent à converger.
- 3) Les cibles d'inflation se sont avérées efficaces.

IV. Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation du Canada

- En novembre 2006, la cible de maîtrise de l'inflation du Canada a été reconduite pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011.
- En vertu de l'entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %.
- Le document de la Banque intitulé *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – Note d'information* décrit l'expérience du Canada en matière de cibles d'inflation, examine quelques enjeux clés et cerne les questions à approfondir.

Inflation mesurée par l'IPC global et inflation mesurée par l'indice de référence

- La cible d'inflation continuera d'être fixée en fonction de l'accroissement sur 12 mois de l'IPC global.
- Ce choix reflète le rôle de l'IPC, qui est l'indicateur de l'inflation le plus couramment utilisé au Canada et fournit l'estimation la plus pertinente de l'évolution du coût de la vie.
- Toutefois, étant donné que l'IPC global peut être l'objet d'une très forte volatilité, l'inflation mesurée par l'indice de référence – qui exclut les composantes les plus volatiles de l'IPC – constitue un guide utile pour la conduite de la politique monétaire.

Horizon de la cible d'inflation

- Des recherches menées récemment ont conduit la Banque à conclure que l'horizon actuel de six à huit trimestres pour le retour de l'inflation à la cible de 2 % après un choc demeure généralement approprié.
- À l'occasion, un délai légèrement plus court ou plus long pourrait toutefois être considéré.

Chocs des prix des actifs et flexibilité accrue

- Un débat a eu lieu récemment au sujet des chocs subis par les prix des actifs.
- Initialement, ce débat opposait deux camps nettement divergents.
- Il a fait ressortir qu'il serait peut-être nécessaire d'avoir un horizon plus flexible pour le retour à la cible, en cas de circonstances exceptionnelles.

Deux questions fondamentales

- Deux questions se posent depuis longtemps, mais sont encore sans réponse.
 - 1) La cible de 2 % est-elle la meilleure ou devrait-elle être plus basse?
 - 2) Une cible de niveau des prix serait-elle préférable à la cible d'inflation?

Quels sont les dangers de la déflation?

- Trois raisons pour lesquelles les banques centrales hésitent à viser une cible d'inflation plus basse
 - 1) Les biais de mesure inhérents à l'IPC
 - 2) La rigidité à la baisse des salaires – mettre de l'huile dans les rouages
 - 3) La borne du zéro pour les taux d'intérêt
- La Banque estime que les erreurs de mesure et la rigidité à la baisse des salaires sont moins contraignants que la borne du zéro des taux d'intérêt.

Résoudre le problème de la borne du zéro

- Pourquoi la borne du zéro demeure une grave préoccupation – les enseignements du Japon.
- L'adoption de méthodes non traditionnelles de conduite de la politique monétaire et des réactions plus vigoureuses des autorités monétaires représentent des solutions possibles.
- Un régime de cibles de niveau des prix est considéré comme une solution de rechange intéressante mais rarement prise en considération.

Problèmes liés aux cibles de niveau des prix

- Arguments classiques contre la poursuite de cibles de niveau des prix
 - 1) Des défis se posent au chapitre des communications – le public ne comprendra pas.
 - 2) Ce régime déstabilisera la croissance de la production et l'inflation.
 - 3) Il entraînera une instabilité des instruments de la politique monétaire.

Avantages des cibles de niveau des prix

- Quelques arguments en faveur de la poursuite de cibles de niveau des prix
 - 1) Ce régime est intuitivement très attrayant.
 - 2) Il pourrait accroître la stabilité de la croissance de la production et de l'inflation.
 - 3) Il réduit les risques associés à la borne du zéro.
 - 4) Une certitude accrue quant à l'évolution du niveau des prix pourrait présenter ses propres avantages, notamment une plus grande efficience.

Avantages des cibles de niveau des prix

- Il y a lieu de croire que la poursuite de cibles de niveau des prix pourrait être à la fois réalisable et désirable. Ce régime pourrait permettre d'atteindre beaucoup plus facilement une cible d'inflation plus basse et atténuer les problèmes liés à la borne du zéro.
- Toutefois, la question se pose toujours et doit être approfondie.

Un programme de recherche tourné vers l'avenir

- La Banque du Canada lance un nouveau programme ambitieux de recherche à moyen terme afin d'examiner les questions suivantes :
 - 1) Une réduction de la cible d'inflation permettrait-elle des gains importants au chapitre de la prospérité?
 - 2) Comment peut-on, dans la pratique, contourner le problème posé par la borne du zéro?
 - 3) Quelles sont les principales frictions à l'origine des coûts de transition vers une cible d'inflation plus basse?
 - 4) Quels avantages tirerait-on d'une diminution de l'incertitude entourant le niveau des prix?
 - 5) Quels sont les mérites respectifs d'un régime de cibles d'inflation et d'un régime de cibles fondées sur le niveau des prix dans une économie ouverte?
 - 6) Dans quelle mesure le choix du cadre de conduite de la politique monétaire dans une économie ouverte comme celle du Canada doit-il tenir compte des modèles adoptés par d'autres pays?

Premiers résultats prometteurs

- À ce jour, certaines de nos recherches nous ont montré que :
 - 1) le biais de mesure inhérent à l'IPC est inférieur à 0,75 % au maximum;
 - 2) la rigidité à la baisse des salaires n'a pas d'incidence significative sur le plan économique;
 - 3) la politique monétaire pourrait être plus efficace dans le contexte de taux d'inflation plus bas;
 - 4) la poursuite de cibles de niveau des prix pourrait engendrer des attentes de stabilisation.

Premiers résultats prometteurs

- Les résultats de nos recherches et de celles d'autres chercheurs ne sont cependant pas tous aussi favorables. De nombreuses autres questions demeurent sans réponse sur le plan tant théorique que pratique.
- La Banque invite les autres chercheurs, notamment ceux des universités et des banques centrales, à participer à ce programme de recherche.
- Des efforts de recherche larges et ouverts sont garants des meilleurs résultats.

V. Conclusion

- Les cibles d'inflation ont été plus efficaces que nous ne l'avions espéré.
- De fait, le régime de cibles d'inflation a surpassé tous les autres que nous avions expérimentés et leur a survécu.
- Des améliorations sont peut-être encore possibles.

Conclusion

- Plusieurs questions importantes demeurent sans réponse et ne seront pas faciles à résoudre.
- Les travaux conjoints de nombreux chercheurs rendraient sans doute cette tâche beaucoup plus facile.
- Questions, commentaires et discussion