

---

**Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
au colloque visant à souligner le  
80<sup>e</sup> anniversaire de la Banque du Mexique  
Mexico, Mexique  
14 novembre 2005**

---

**Le régime de cibles d'inflation au Canada : conception, enseignements et défis**

J'aimerais vous entretenir aujourd'hui de l'expérience du Canada en matière de régime de cibles d'inflation, notamment de la conception d'un tel régime, de certaines des leçons que nous avons tirées de la poursuite de cibles d'inflation explicites depuis près de quinze ans, ainsi que de quelques-uns des défis qu'il nous reste à relever à cet égard. Ce sujet de discussion arrive à point nommé, car l'entente sur les cibles d'inflation conclue entre la Banque du Canada et le gouvernement canadien devra être renouvelée l'an prochain. Je relève avec plaisir que ce dernier a annoncé aujourd'hui son intention de reconduire notre entente pour cinq années supplémentaires. À la Banque, nous analysons constamment le cadre de conduite de notre politique monétaire pour déterminer ce qui fonctionne bien et ce qui doit être amélioré. Je me propose ce soir de consacrer relativement peu de temps aux aspects historiques et, comme il convient à un dirigeant de banque centrale, de porter plutôt mon attention sur l'avenir, au regard des questions que nous continuons d'examiner afin de perfectionner notre cadre de poursuite de cibles d'inflation.

**Notre régime**

C'est en 1991 que le Canada s'est doté d'un régime de cibles d'inflation, grâce à une entente entre la Banque du Canada et le gouvernement fédéral qui établissait une série de cibles de réduction de l'inflation. Cette entente a depuis été reconduite à trois reprises. Et depuis la fin de 1995, le taux d'accroissement annuel de l'indice global des prix à la consommation que nous visons est fixé à 2 %, soit le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %.

Permettez-moi de mettre en lumière quatre éléments particuliers de notre régime. Premièrement, la Banque du Canada et le gouvernement canadien ont convenu que la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter pour favoriser l'expansion soutenue de l'économie et un niveau élevé de l'emploi à moyen terme est le maintien de l'inflation à un taux bas, stable et prévisible. La poursuite de cibles d'inflation n'est donc pas une fin en soi, mais un moyen d'assurer une croissance vigoureuse de la production et de l'emploi.

Deuxièmement, notre approche en la matière est symétrique, et nous insistons bien sur cet aspect auprès des Canadiens et des Canadiennes. Nous sommes aussi préoccupés lorsque l'inflation tombe en deçà de la cible que lorsqu'elle la dépasse. Ainsi, notre régime nous aide à éviter tant la déflation que l'inflation élevée. Lorsqu'un

choc, qu'il soit positif ou négatif, frappe l'économie, la Banque du Canada réagit en conséquence. C'est en prêtant une attention particulière aux signes d'un écart par rapport à la cible que nous sommes le plus en mesure de réagir en temps opportun aux chocs.

En troisième lieu, il s'avère très utile pour la Banque de disposer d'une cible d'inflation sur le plan de la reddition de comptes. Dans le cas où l'inflation s'écarterait de façon persistante de la cible, nous nous sommes engagés à expliquer les raisons de cet écart, les mesures que nous prendrons afin de ramener l'inflation au taux visé et le temps que nous jugeons nécessaire pour y parvenir.

Enfin, les cibles d'inflation ont aidé la Banque à rendre la conduite de la politique monétaire plus transparente. Il s'agit là d'un facteur important, car nous avons constaté que celle-ci gagne en efficacité lorsque les gens et les marchés comprennent la nature et les raisons de nos interventions. Nous avons également appris que des communications efficaces sont indispensables pour que le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire porte ses fruits.

### **Notre bilan**

Permettez-moi maintenant d'évoquer brièvement notre bilan en matière de cibles d'inflation. Quand on considère les résultats obtenus au Canada depuis 1991 au chapitre de l'inflation et de la croissance économique, on constate que les avantages que nous espérions tirer des cibles d'inflation se sont bel et bien matérialisés. Nous nous attendions à ce que l'inflation se stabilise et c'est ce qu'elle a fait, et même plus tôt que prévu. Nous estimions que notre crédibilité allait se renforcer et que les attentes d'inflation s'arrimeraient solidement autour de la cible, et c'est ce qui s'est produit. De fait, les attentes à court terme se sont rapidement ancrées à notre cible, même si celles à long terme ont mis un peu plus de temps à s'en rapprocher.

Depuis que nous avons convenu de fixer la cible de maîtrise de l'inflation à 2 % à la fin de 1995, la hausse des prix observée s'est située très près de ce taux. Et elle est demeurée à l'intérieur de notre fourchette cible de 1 à 3 %, à de rares exceptions près. L'expérience nous a enseigné qu'en présence d'une cible d'inflation claire et d'attentes d'inflation solidement ancrées, les variations importantes des prix relatifs n'ont que des effets ponctuels sur le niveau général des prix et n'exercent pas de pression sur l'inflation.

Nous étions aussi d'avis que les cibles d'inflation permettraient à l'économie d'éviter les cycles excessifs de surchauffe et de récession qu'elle avait connus au cours des dernières décennies, et cela a effectivement été le cas. Si le cycle économique n'a pas disparu, la volatilité de la production a en revanche diminué. En maintenant l'inflation à proximité de la cible, la politique monétaire contribue à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité. C'est ainsi que le régime de cibles d'inflation a bien joué son rôle de stabilisateur macroéconomique.

Enfin, et cet élément est très important, la transparence de notre cadre de conduite de la politique monétaire a permis aux marchés et aux analystes de mieux

anticiper la façon dont nous allons réagir à différents résultats économiques. J'ajouterais qu'à l'interne également, nos délibérations sur la politique monétaire ont gagné en rigueur et en clarté grâce à l'accent mis sur l'inflation.

### **La poursuite des cibles d'inflation dans l'avenir**

J'aimerais maintenant aborder l'avenir du régime de cibles d'inflation au Canada, de même que certaines des questions sur lesquelles nous nous penchons actuellement. Comme je l'ai mentionné au début, notre entente avec le gouvernement fédéral doit être renouvelée en 2006. Il est donc opportun de réfléchir aux aspects de notre régime qu'il convient de conserver et à ceux qui mériteraient peut-être d'être modifiés.

Tout d'abord, je peux vous dire qu'il y a peu de chances que nous remplaçons l'indice des prix à la consommation (IPC) par une autre cible. L'IPC n'est peut-être pas une mesure parfaite de l'inflation, mais c'est une notion comprise par un vaste public et c'est la mesure de l'inflation la plus familière aux Canadiens et aux Canadiennes. Le choix d'un indicateur bien connu comme cible nous facilite la tâche quand vient le temps d'expliquer nos actions et de rendre des comptes à la population. Cependant, comme vous le savez, les mouvements à court terme de l'IPC global sont souvent provoqués par les variations des prix de composantes particulièrement volatiles de l'indice. Comme les effets des mesures de politique monétaire se font sentir sur de longues périodes, il ne servirait à rien de réagir à des fluctuations à très court terme de l'IPC qui se seraient dissipées le temps que ces mesures agissent sur l'économie.

C'est pourquoi nous continuerons probablement à viser une cible ponctuelle à l'intérieur d'une fourchette. Même si nous mettons l'accent sur la cible de 2 %, nous avons adopté une fourchette qui va de 1 à 3 %, en partie pour tenir compte de la volatilité inhérente des prix de certaines composantes du panier de l'IPC, et en partie parce que le mécanisme de transmission de la politique monétaire comporte des décalages, dont la durée est longue et variable. Si nous tentions de ramener l'inflation trop rapidement à la cible, nous risquerions de provoquer l'instabilité du taux directeur, ce qui à son tour accentuerait l'instabilité de la production. Par ailleurs, l'inflation mesurée peut être elle-même volatile sous l'effet de l'ajustement de certains prix. La fourchette cible fournit ainsi une mesure de la variation normale de l'inflation à laquelle les Canadiens et les Canadiennes peuvent s'attendre. Signalons toutefois que cette fourchette ne représente pas une zone d'indifférence; nous cherchons bel et bien à réaliser la cible de 2 %.

Notre régime suscite malgré tout des questions que nous continuons d'analyser. Un grand nombre d'entre elles ont d'ailleurs fait l'objet de discussions au colloque que la Banque a tenu plus tôt cette année. Permettez-moi d'exposer quelques-unes de ces questions.

En premier lieu, notre cible de 2 % convient-elle? C'est un point sur lequel nous nous sommes penchés la dernière fois que nous avons reconduit la cible de maîtrise de l'inflation, en 2001. À l'époque, nos recherches ne nous permettaient pas d'établir

avec certitude que les avantages d'un abaissement de notre cible l'emporteraient sur les inconvénients. Des travaux récents, certes à peine plus concluants, nous ont toutefois conforté un petit peu dans ce sens. Nous poursuivons bien entendu notre travail d'analyse, mais les résultats devront être très convaincants pour que nous modifiions notre cible.

Une autre question retient notre attention : devrions-nous choisir pour cible le niveau des prix plutôt que le taux d'inflation? Même s'il y a théoriquement des avantages à mieux connaître le niveau des prix à long terme, les analyses et les études empiriques n'ont pas permis d'évaluer nettement les coûts et les bénéfices qui seraient associés à un tel changement. Quoique certains redoutent de voir la volatilité de la production s'accroître si l'on visait un niveau des prix déterminé à un horizon trop rapproché, des travaux récents semblent indiquer qu'une telle démarche pourrait, en fait, contribuer à stabiliser la production. Nous nous efforçons pour l'instant d'améliorer notre approche, et nous continuerons d'examiner les nouveaux éléments à mesure qu'ils se présenteront.

Comme je l'ai déjà souligné, le taux d'inflation moyen au Canada se situe très près de notre cible depuis des années. Si ce taux était demeuré exactement à 2 % durant la dernière décennie, c'est-à-dire depuis que nous avons fixé cette cible, le niveau de l'IPC global serait passé de 102,8 en décembre 1994 à 127,4 en septembre dernier. Or, ce mois-là, cet indice s'est chiffré à 129,1; l'écart était donc minime. Mais il n'est pas inconcevable que cet écart se creuse sensiblement d'ici à un prochain renouvellement de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation. Il serait donc opportun d'examiner une variante du ciblage du niveau des prix. Cette voie donnerait lieu à l'annonce d'une politique qui permettrait à la Banque d'ajuster la cible d'inflation afin de corriger toute déviation importante entre le niveau des prix observé et celui qui est associé à la cible de 2 %. C'est une question théorique qui mérite d'être approfondie, et que j'aurai tout juste effleurée aujourd'hui. Cependant, le but d'un tel système serait d'ancrer le taux d'accroissement de l'IPC à un niveau représentant un taux d'inflation moyen de 2 % à très long terme.

Par ailleurs, nous cherchons aussi à déterminer comment la Banque devrait réagir à divers types de chocs et si nous aurions intérêt à modifier l'horizon de 18 à 24 mois que nous nous fixons actuellement pour ramener l'inflation à la cible. Au bout de quinze ans de mise en œuvre de notre régime, il est bon de se demander si cet horizon est encore adapté à tous les types de chocs.

Parmi ces derniers, il nous faut prendre en compte les variations considérables des prix des actifs. La nécessité pour les banques centrales de réagir directement à un tel choc reste encore largement à démontrer sur le plan théorique. À titre d'exemple, les études exposées à un récent colloque de la Banque du Canada portent à croire que les bénéfices de ce genre d'intervention en ce qui concerne les cours boursiers — en termes de réduction de la volatilité de la production et de l'inflation — ne seraient au mieux que marginaux.

La dynamique des prix des actifs et la politique monétaire suscitent encore plusieurs interrogations qui appellent des recherches considérées comme prioritaires par la Banque. En l'occurrence, nous tentons de répondre aux questions suivantes : les variations des prix des actifs peuvent-elles renseigner de manière fiable les banques centrales sur les pressions qui s'exerceront sur les prix au-delà de l'horizon dont elles se servent habituellement? Si oui, que faut-il faire? Y aurait-il lieu un jour d'allonger le délai nécessaire pour ramener l'inflation à la cible quand les prix des actifs subissent certains chocs?

Des questions du même ordre peuvent se poser quand il s'agit de chocs de taux de change. La mondialisation semble en effet avoir modifié la façon dont les économies s'adaptent aux fluctuations des taux de change. J'évoque ici aussi bien l'ajustement de l'activité économique réelle que la diminution de l'influence directe des variations du taux de change sur les prix.

À l'inverse, certains motifs nous porteraient plus volontiers à écourter notre horizon. Ainsi, nous avons observé que l'inflation est devenue moins persistante depuis l'instauration du régime de cibles d'inflation, car celui-ci a permis de bien arrimer les attentes d'inflation. Un horizon plus rapproché pourrait donc s'avérer approprié face aux chocs de demande.

Compte tenu du succès avec lequel nous avons su affronter divers chocs dans un délai de 18 à 24 mois, nous ne devrions pas changer cet horizon à la légère. Mais à mesure que le ciblage de l'inflation évoluera, il est évident que nous devons réfléchir sérieusement à l'horizon le plus approprié et à certaines des questions dont je vous ai entretenu aujourd'hui.

## **Conclusion**

Je terminerai, si vous le voulez bien, en revenant sur quelques points importants. En dépit de la force de notre bilan, je ne prétends pas que les cibles d'inflation représentent l'aboutissement historique de la politique monétaire. Notre régime de cibles d'inflation peut toujours être amélioré. Mais, malgré les questions que j'ai soulevées, il ne fait aucun doute dans mon esprit que, fondamentalement, notre régime représente le cadre de conduite de la politique monétaire qui convient au Canada. L'approche symétrique que nous appliquons pour maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible nous a permis de jeter les bases d'une croissance solide et durable de la production et de l'emploi. Grâce à notre cadre de maîtrise de l'inflation, notre politique monétaire est mieux ciblée, nos communications sont plus claires et les attentes d'inflation au Canada sont plus solidement ancrées.

Il importe particulièrement à l'heure actuelle, alors que nous observons des variations considérables des prix relatifs et des termes de l'échange, que les banques centrales disposent d'un point d'ancrage pour continuer de bien orienter leur politique monétaire. Or, selon moi, les cibles d'inflation constituent le meilleur point d'ancrage connu à ce jour.