

---

**Allocution prononcée par David Dodge  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce de Regina  
Regina (Saskatchewan)  
Le 12 décembre 2005**

---

## **La conduite de la politique monétaire à l'aide de cibles d'inflation**

Je suis heureux d'avoir la possibilité de prendre la parole à Regina à l'occasion du centenaire de la Saskatchewan. Tout au long de 2005, les Saskatchewanais ont célébré les nombreuses contributions remarquables que la province et ses citoyens ont apportées au Canada. Les gouverneurs Gerald Bouey et Gordon Thiessen, deux de mes prédécesseurs, sont des exemples de personnes ayant des racines profondes ici et dont l'apport à la Banque et à notre pays a été inestimable. Au moment où la province fête ses 100 ans, vous pouvez être fiers non seulement de votre histoire, mais aussi de votre économie moderne, de plus en plus diversifiée, garante de succès pour l'avenir.

Cette année, la Banque du Canada a, elle aussi, un événement à commémorer, soit le 70<sup>e</sup> anniversaire de sa création. Et, tout comme vous, nous avons pris le temps de célébrer nos contributions à la société canadienne. Dans de telles circonstances, s'il convient de faire un retour en arrière et de retracer son histoire et souligner ses réalisations, il est aussi utile de se tourner vers l'avenir et de réfléchir à son orientation. C'est ce qui m'amène à vous entretenir aujourd'hui de l'une de nos principales responsabilités, c'est-à-dire la conduite de la politique monétaire. J'aimerais vous raconter un pan d'histoire de la Banque et vous dire comment nous avons élaboré notre cadre actuel de mise en œuvre de la politique monétaire. À la Banque du Canada, nous sommes profondément convaincus que la poursuite de cibles d'inflation est le meilleur moyen qui s'offre à nous pour nous acquitter de notre mandat envers les Canadiens et les Canadiennes. Je veux aussi vous parler un peu de ce qui se profile à l'horizon et des perspectives en matière de cibles d'inflation, au moment où nous nous préparons à renouveler, en 2006, l'entente sur les cibles d'inflation que nous avons conclue avec le gouvernement fédéral.

### **Le mandat de la Banque**

Je dirai d'abord quelques mots sur le mandat qui nous est conféré par la loi. Le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada* spécifie que la banque centrale est instituée pour « régler le crédit et la monnaie dans l'intérêt de la vie économique de la nation », ainsi que pour « atténuer, autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de façon générale pour favoriser la prospérité économique et financière du Canada ».

La question suivante se pose alors : quelle est la meilleure façon pour la Banque de réunir les conditions propices à une croissance durable, compte tenu qu'aux termes de notre mandat, cela doit se faire « autant que possible par l'action monétaire »? À la longue, il est devenu évident que le mode de conduite de la politique monétaire le plus favorable à une expansion économique soutenue consiste à ancrer les attentes concernant le pouvoir d'achat futur de la monnaie. Autrement dit, il est important que les Canadiens aient l'assurance que la valeur de leur argent ne s'érodera pas au fil du temps. La poursuite de prix intérieurs stables est donc la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à la stabilité économique et à la croissance à long terme.

Après la difficile conjoncture inflationniste des années 1970, il est devenu manifeste que les banques centrales devaient concentrer leurs efforts sur la réalisation d'un taux d'inflation bas. Partout dans le monde, les autorités monétaires s'évertuaient à trouver une solution optimale pour y parvenir. À la Banque du Canada, nous tentions de savoir comment l'atteinte de la stabilité des prix pourrait nous aider à accomplir ce que nous voulions faire, à savoir premièrement, comme je viens de le dire, ancrer les attentes des Canadiens concernant le pouvoir d'achat futur de leur monnaie; deuxièmement, élaborer un cadre de conduite de la politique monétaire et, troisièmement, adopter une approche qui aiderait les marchés, les politiciens et le public canadien à comprendre ce que nous faisons et à anticiper les mesures que nous prendrions.

Au cours des années 1980, la Banque s'est employée à mettre au point une telle approche. En 1991, nous avons décidé qu'un régime de cibles d'inflation serait le moyen le plus approprié pour favoriser une croissance vigoureuse et durable de la production et de l'emploi. C'est ainsi que la Banque et le gouvernement du Canada ont convenu d'adopter une série de cibles d'inflation explicites. Je tiens à préciser cependant que la poursuite de telles cibles n'est pas une fin en soi. C'est plutôt, comme je l'ai déjà mentionné, le meilleur moyen que nous ayons pour respecter notre engagement de promouvoir la prospérité économique et financière du Canada.

### **La version canadienne du régime de cibles d'inflation**

Une fois que la Banque et le gouvernement se sont entendus sur le concept des cibles d'inflation, nous avons dû effectuer des choix afin de le mettre en pratique. À l'instar de nombreuses autres banques centrales, nous avons arrêté une cible pour le taux annuel d'inflation. Initialement, nous visions la réduction de ce taux, qui se situait à plus de 5 % en 1991. La cible a été établie de façon à réduire l'inflation progressivement — d'abord, elle devait baisser à 3 % (soit le point médian d'une fourchette allant de 2 à 4 %), à la fin de 1992, puis à 2 % (le point médian d'une fourchette allant de 1 à 3 %) à la fin de 1995. La cible n'a pas changé depuis. Permettez-moi de vous expliquer certaines des autres décisions clés que nous avons prises en 1991 et les raisons qui ont motivé nos choix au fur et à mesure que nous précisions les caractéristiques de notre régime de cibles d'inflation.

Premièrement, pourquoi avoir choisi l'indice des prix à la consommation (IPC) comme mesure de l'inflation? Principalement parce que c'est la mesure de

l'inflation la plus familière aux Canadiens et aux Canadiennes et la plus pertinente pour eux. 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.

Deuxièmement, pourquoi avoir établi une fourchette? Parce que les prix de quelques composantes de l'IPC — tels que certains produits des secteurs de l'alimentation et de l'énergie — ont tendance à varier beaucoup tant à la hausse qu'à la baisse. Ces mouvements peuvent entraîner de vives fluctuations de l'indice. Si nous nous fixions une cible d'inflation trop précise, nous serions forcés de modifier brusquement et fréquemment notre taux directeur, ce qui entraînerait une instabilité accrue au sein de l'économie. Une fourchette permet de tenir compte de la volatilité inhérente à l'IPC. Signalons toutefois que la fourchette *n'est pas* une zone d'indifférence; nous cherchons *bel et bien* à réaliser la cible de 2 %.

Autre source d'inquiétude, cette volatilité peut masquer la tendance fondamentale de l'inflation. C'est pourquoi nous utilisons une mesure de l'inflation tendancielle aux fins de la conduite de la politique monétaire. Cette mesure exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Elle constitue ainsi un meilleur indicateur prospectif de la tendance de l'inflation.

Enfin, puisque les décisions de politique monétaire prises aujourd'hui influent seulement sur l'inflation future, nous devons choisir un délai pour atteindre notre cible. Dès le départ, nous avons précisé que si l'inflation déviait de la cible, nous mettrions en œuvre une politique monétaire susceptible de ramener l'inflation au taux de 2 % à un horizon de 18 à 24 mois. Nous avons opté pour ce délai parce que nos recherches à ce sujet indiquent que, depuis longtemps, les variations de taux d'intérêt ne font sentir pleinement leur effet sur la production qu'au bout de 12 à 18 mois, et sur les prix, qu'après 18 à 24 mois. Bien entendu, la durée des décalages est toujours incertaine, et je reviendrai sur cette question un peu plus tard.

Mais avant, j'aimerais préciser trois points concernant notre régime de cibles d'inflation. Le premier est que notre approche en la matière est *symétrique*, et nous insistons sur cet aspect. J'entends par là que nous sommes aussi préoccupés lorsque l'inflation tombe en deçà de la cible que lorsqu'elle la dépasse. Lorsque la demande de biens et services pousse l'économie canadienne aux limites de sa capacité et qu'elle menace de faire monter l'inflation au-dessus de la cible, la Banque majore les taux d'intérêt pour ralentir le rythme d'expansion de l'économie. Inversement, lorsque cette dernière fonctionne en deçà des limites de sa capacité et que l'inflation risque de glisser sous la cible, la Banque abaisse les taux d'intérêt pour stimuler la croissance. C'est en prêtant une attention particulière aux signes indiquant que l'inflation s'éloigne — dans un sens ou dans l'autre — de la cible que nous sommes mieux en mesure de réagir en temps opportun. Voilà comment nous faisons tourner l'économie près de son plein potentiel et maintenons ainsi l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

En second lieu, je tiens à souligner qu'il est 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.

Troisièmement, toute banque centrale qui mène une politique monétaire indépendante et poursuit des cibles d'inflation doit laisser flotter sa monnaie. Les banques centrales ne peuvent tout simplement pas réussir à contrôler à la fois la valeur interne et la valeur externe de leur monnaie. Comme nous disposons d'un seul instrument — notre taux directeur —, nous ne pouvons viser qu'une cible. La nôtre étant l'inflation, nous adhérons naturellement à un régime de changes flottants.

### **Le bilan de la poursuite de cibles d'inflation au Canada**

Permettez-moi maintenant d'évoquer brièvement notre bilan en matière de cibles d'inflation. Quand on considère l'évolution de l'inflation et de la croissance économique au Canada depuis 1991, l'on constate que les avantages que nous espérons tirer des cibles d'inflation se sont effectivement 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. Depuis que nous avons convenu de fixer la cible de maîtrise de l'inflation à 2 % à la fin de 1995, la hausse moyenne 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. Nous estimions que notre crédibilité allait se renforcer et que les attentes d'inflation s'arrimeraient solidement, et c'est ce qui s'est produit.

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 au sein de l'économie a en revanche diminué. En maintenant l'inflation à proximité de la cible, la politique monétaire a contribué à faire tourner l'économie près des limites de sa capacité.

Enfin, et surtout, avec ce cadre clair, nous avons permis aux marchés et aux analystes de mieux anticiper la façon dont nous allions réagir à différents résultats économiques. 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.

Le Canada a été le deuxième pays, après la Nouvelle-Zélande, à adopter des cibles explicites d'inflation. Mais depuis une quinzaine d'années, une vingtaine de banques centrales ont emboîté le pas. Certaines, comme la Banque d'Angleterre et la Banque de Suède, dans des pays avancés et industrialisés. D'autres, à l'image des banques centrales du Chili et du Brésil, dans des économies à marché émergent. Dans chaque cas, la poursuite de cibles d'inflation a été couronnée de succès : le taux d'inflation a reculé, et les banques centrales sont généralement parvenues à atteindre leurs cibles. Dans les pays qui ont opté pour un tel régime, l'inflation est devenue moins

persistante, et il n'est pas exagéré de penser que cela tient en bonne partie au fait que les attentes d'inflation sont bien arrimées.

Devant pareil succès, il est probable que d'autres pays adopteront des cibles d'inflation dans les années à venir. D'ailleurs, pas plus tard que la semaine dernière, la banque centrale de Turquie a annoncé son intention de le faire l'an prochain. Et le régime de cibles d'inflation fait actuellement l'objet de discussions aux États-Unis, où Ben Bernanke, le successeur désigné d'Alan Greenspan à la tête de la Réserve fédérale, en est un ardent défenseur.

Certains ont affirmé cependant que la poursuite de cibles d'inflation était une approche trop contraignante, qui pouvait limiter la marge de manœuvre des banques centrales, ou leur capacité d'exercer leur jugement lorsqu'elles seraient confrontées à des événements exceptionnels. L'expérience du Canada le dément. Ainsi, immédiatement après les attentats du 11 septembre 2001, nous avons abaissé les taux d'intérêt avec célérité et résolution afin de soutenir la confiance. Or, constatant que l'importante perte de confiance appréhendée ne s'était pas manifestée, nous avons pu faire marche arrière assez rapidement et resserrer quelque peu les conditions monétaires. Notre régime de cibles d'inflation n'a pas limité notre marge de manœuvre. En fait, c'est parce que notre cadre était limpide que les marchés financiers ont été en mesure de comprendre pourquoi nous avons procédé à ces modifications rapides des taux d'intérêt.

La Banque du Canada se focalise sur l'inflation à l'échelle *nationale*. Cela peut amener certains à laisser entendre que notre politique monétaire n'est pas adaptée à la situation particulière de quelques régions. Nous entendons de tels commentaires plus fréquemment dans des périodes comme celle que nous traversons actuellement, où les perspectives économiques et le rythme de la croissance varient d'un secteur à l'autre, et, du fait de la concentration sectorielle géographique, d'une région à l'autre du Canada. Ces commentaires trahissent un malentendu assez courant à propos de la politique monétaire. Or, n'oublions pas que les économies de marché sont toujours soumises à des ajustements. Marchés et prix y sont porteurs de signaux clairs, qui indiquent comment les ressources économiques devraient être affectées et passer de secteurs moins dynamiques à d'autres connaissant une expansion rapide. Notre politique monétaire visant une cible d'inflation pour l'ensemble du pays, elle ne cherche pas à occulter ces importants signaux transmis par les prix, et ne le devrait pas non plus. Car si elle le faisait, elle pourrait nuire au processus d'ajustement et finir par atténuer la croissance de l'économie.

Cela ne veut pas dire néanmoins que nous ne tenons pas compte de ce qui se passe dans les régions, loin de là. L'information que nous recevons de nos cinq bureaux régionaux, et de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises*, occupe évidemment une grande place dans nos délibérations concernant la politique monétaire. Notre travail consiste à évaluer la situation de l'ensemble du Canada et à mener la politique monétaire de manière à atteindre la cible d'inflation que nous avons fixée pour le pays tout entier.

## L'avenir des cibles d'inflation

En dépit de la réussite que nous avons connue jusqu'ici, je ne prétends pas que les cibles d'inflation représentent l'aboutissement historique de la politique monétaire. Les décideurs publics prudents devraient constamment chercher à raffiner leurs méthodes. Comme je l'ai mentionné au début, notre entente avec le gouvernement fédéral doit être renouvelée l'an prochain. La Banque s'est donc penchée sur les aspects de notre régime de cibles d'inflation qu'il convient de conserver et sur ceux que l'on pourrait envisager de modifier.

Du point de vue de la Banque, l'entente de base ayant pour objet de maintenir l'inflation au point médian de 2 % d'une fourchette cible, qui va de 1 à 3 %, a été profitable aux Canadiens, de même que la décision de prendre pour cible le taux d'accroissement de l'IPC global et d'utiliser une mesure de l'inflation tendancielle aux fins de la conduite de la politique monétaire. La Banque continuera par ailleurs à reconnaître l'importance des communications et de la transparence. Notre régime de cibles d'inflation permet de bien ancrer les attentes d'inflation, mais il fonctionne mieux quand la banque centrale communique bien. Je m'attends à ce que ces éléments essentiels de notre cadre restent en place.

Il ne faut pas en conclure pour autant que nous n'avons pas réévalué ces éléments. Nous nous sommes évidemment demandé si la cible de 2 % convenait. C'est un point que nous avons examiné 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 confortés un petit peu dans ce sens. Nous poursuivrons bien entendu notre travail d'analyse, mais les résultats devront être très convaincants pour que la cible soit modifiée.

Une autre question retient notre attention : devrions-nous choisir pour cible le *niveau* observé des prix plutôt que le *taux* annuel d'inflation. Permettez-moi de préciser ma pensée. Si ce taux était demeuré exactement à 2 % depuis 1995, c'est-à-dire depuis que nous avons fixé cette cible, le niveau de l'indice des prix à la consommation serait passé de 102,8 en décembre 1994 à 127,6 en octobre dernier. Or, ce mois-là, cet indice s'est chiffré à 128,5; l'écart était donc minime. Mais il est possible qu'à l'avenir, nous soyons confrontés à une série de chocs qui pousseront l'inflation essentiellement dans une direction, soit vers le haut, soit vers le bas, de telle sorte que le niveau des prix observé pourrait s'écarter sensiblement de celui auquel il se serait établi si nous avions atteint notre cible d'inflation de 2 % pendant quelques années. Dans le cadre d'un régime de maintien du niveau des prix, la politique monétaire serait formulée de façon à corriger ces déviations par rapport au niveau désiré. Par contre, en régime de cibles d'inflation, de telles variations passées du niveau des prix sont passablement oubliées et ne modifieraient pas la conduite de la politique monétaire pour l'avenir. La théorie économique nous enseigne qu'à long terme, il y aurait un peu plus d'avantages à connaître où se situera le niveau des prix qu'à ne connaître que le taux d'inflation futur.

Mais il a été impossible jusqu'ici d'évaluer de façon concluante les coûts et les bénéfices des deux régimes. Nous nous efforçons pour l'instant d'améliorer notre approche et nos outils analytiques, et nous continuerons d'examiner les nouveaux éléments à mesure qu'ils se présenteront.

Nous cherchons aussi à déterminer quel délai serait le plus approprié pour ramener l'inflation à la cible après divers types de chocs. Comme je l'ai déclaré précédemment, notre politique monétaire actuelle vise un délai de 18 à 24 mois. Or, on peut se demander si cet horizon est adapté à tous les types d'événements imprévus susceptibles d'influencer l'inflation. Il pourrait être opportun de le réévaluer, au vu des pressions inflationnistes que provoquent les variations considérables des prix des actifs, qu'il s'agisse des prix de l'immobilier, du cours des actions ou du taux de change. 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 qu'évoluent le cadre de maîtrise de l'inflation et l'économie mondiale, nous devons continuer à réfléchir à l'horizon le plus approprié et à certaines des questions dont je vous ai entretenu aujourd'hui. La Banque du Canada reste résolue à mener des recherches, et à susciter la poursuite de recherches, dans ces domaines et dans d'autres domaines clés.

## **Conclusion**

Je souhaiterais terminer en revenant sur certains points essentiels. Malgré les enjeux que je viens de soulever, le bilan économique des quinze dernières années montre que la poursuite de cibles d'inflation a été profitable au Canada. L'approche symétrique appliquée par la Banque 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, la politique monétaire est mieux ciblée, nos communications plus claires et les attentes d'inflation plus solidement ancrées. Pour l'avenir, il importe particulièrement que nous gardions un point d'ancrage pour continuer à bien cibler la politique monétaire. À mon avis, les cibles d'inflation constituent le meilleur point d'ancrage connu à ce jour.