

Le 21 septembre 2016

L'honorable William Francis Morneau  
Ministre des Finances  
90, rue Elgin  
Ottawa (Ontario) K1A 0G5

Monsieur le Ministre,

En prévision de notre rencontre du 28 septembre, j'ai le plaisir de porter à votre attention la recommandation de la Banque du Canada concernant le renouvellement du cadre de maîtrise de l'inflation. Comme vous le savez, le cadre établit l'objectif de la politique monétaire, qui, depuis 1991, correspond à une cible d'inflation précise et est défini selon les termes d'une entente conclue entre le gouvernement du Canada et la Banque du Canada. Cette entente est réexaminée et renouvelée tous les cinq ans.

L'entente est essentielle à la réalisation du mandat de la Banque, qui consiste à favoriser la prospérité économique et financière du pays : elle améliore l'efficacité et l'efficience de la conduite de la politique monétaire, car elle accroît la crédibilité de la cible et du mandat de la Banque entourant l'inflation.

La Banque recommande de maintenir le cadre qui a été convenu en 2011 pour une nouvelle période de cinq ans se terminant le 31 décembre 2021. Avec l'accord du gouvernement du Canada, l'institution continuera de mener une politique monétaire axée sur le maintien de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %. Cette recommandation émane de travaux de recherche et d'analyse, ainsi que de l'étude approfondie de l'expérience du Canada et d'autres pays qui ont adopté un régime de ciblage de l'inflation. Les responsables concernés du ministère des Finances ont été consultés régulièrement durant le processus de renouvellement.

Depuis 1991, le régime flexible de ciblage de l'inflation de la Banque a été bénéfique pour les Canadiens, dans les périodes tant calmes qu'agitées. Il a contribué de façon importante à la stabilité macroéconomique et financière et, par le fait même, à la croissance durable de l'économie et à l'élévation du niveau de vie. Donc, pour ce qui est de le changer, la barre est placée très haut et, à la lumière des constats, nous ne voyons aucun argument de poids justifiant un changement à ce stade-ci.

Chaque fois que vient le temps de renouveler l'entente concernant la cible de maîtrise de l'inflation, la Banque réévalue attentivement les aspects importants du régime de ciblage, les nouvelles recherches s'inscrivant dans le prolongement des analyses antérieures. En prévision du renouvellement de l'entente cette année, la Banque s'est concentrée sur trois questions :

- le niveau de la cible d'inflation;
- les considérations liées à la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire;
- la mesure et l'utilisation de l'inflation fondamentale.

Ces questions ont été désignées comme les trois priorités de la Banque du Canada en matière de recherche et d'analyse dans un discours prononcé par l'ancienne sous-gouverneure Agathe Côté en novembre 2014, que les responsables du ministère des Finances avaient revu au préalable.

Notre recommandation en ce qui a trait au renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation repose sur les recherches du personnel de la Banque et d'autres chercheurs, ainsi que sur des consultations tenues avec des dirigeants d'autres banques centrales et des chercheurs universitaires. Notre opinion prend en compte les points qui sont ressortis à l'occasion d'un colloque organisé par la Banque, lors d'exposés donnés à plusieurs groupes d'économistes dans le cadre d'ateliers et au cours de discussions avec d'autres parties prenantes du secteur privé. Par ailleurs, pour approfondir les échanges avec les responsables du ministère des Finances, nous avons lancé des rencontres bilatérales trimestrielles au printemps 2015. Ces interactions ont donné lieu à d'importants examens par les pairs portant sur les recherches de la Banque et offert des occasions de tenir les principales parties prenantes au courant de l'évolution de nos réflexions.

Pour communiquer nos travaux de recherche et d'analyse à plus grande échelle, nous avons abordé ces trois questions dans des discours, et une page du site Web de la Banque est consacrée à l'information sur le renouvellement de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation du Canada.

### **Niveau de la cible d'inflation**

En vue du présent renouvellement, nous avons considéré les avantages et les coûts liés au relèvement de la cible. Il est à noter que les recherches visant le renouvellement du cadre en 2011 ont mis l'accent sur les avantages et les coûts découlant d'un abaissement de la cible. D'après ces recherches, les avantages d'une baisse ne suffisent pas à compenser les contraintes sur la politique monétaire pour stimuler l'économie lorsque les taux d'intérêt nominaux touchent ou avoisinent la valeur plancher.

Nos travaux les plus récents ont fait ressortir que le relèvement de la cible pourrait améliorer modestement et, pour une bonne part, temporairement la tenue de l'économie parce qu'il atténue les effets de la contrainte de la valeur plancher sur le taux directeur. Toutefois, les gains estimés sont incertains et diminuent si l'on tient compte de l'utilisation potentielle des mesures de politique monétaire non traditionnelles.

Fait à noter, en 2009-2010, lorsque le taux directeur de la Banque a atteint le niveau considéré à ce moment comme la valeur plancher, les contraintes sur la politique monétaire n'ont pas été marquées. En avril 2009, la Banque a abaissé le taux directeur pour l'établir à 25 points de base, un taux que, à l'époque, on estimait être la valeur plancher. L'institution a aussi fait une utilisation efficace des indications prospectives durant cette période. Cela dit, elle n'a pas eu à recourir à d'autres mesures non traditionnelles, et les taux ne sont demeurés à la valeur plancher qu'un an environ.

De plus, un relèvement de la cible exacerberait les distorsions coûteuses qu'entraîne continuellement l'inflation. Permettez-moi d'en indiquer quelques-unes :

- Face à la rigidité des prix et des salaires, l'inflation peut donner lieu à des écarts arbitraires entre les prix relatifs et rendre moins efficace l'affectation des ressources.
- La relation entre l'inflation et le régime fiscal peut créer d'importantes distorsions, mais les changements apportés au régime fiscal depuis les années 1990 ont réduit ces coûts.
- Les ménages qui sont généralement moins à même de faire face au risque d'inflation, comme les ménages à faibles revenus, plus âgés ou à l'âge de la retraite, ressentiront probablement plus le poids d'une hausse des taux d'inflation.
- L'inflation peut modifier les pratiques des entreprises en matière d'établissement des salaires et des prix. Par exemple, si l'indexation des contrats salariaux se généralisait, la persistance de l'inflation pourrait augmenter.

Enfin, une cible de 2 % reste conforme à celles adoptées dans la plupart des économies avancées. L'établissement d'une nouvelle cible équivaldrait à s'écarter de la norme et risquerait de miner la crédibilité durement acquise qui est à la base de la réussite du régime de ciblage de l'inflation au Canada.

En résumé, la Banque, se fondant sur son analyse des arguments et des faits, trouve très convaincantes les raisons sous-tendant le maintien de la cible à 2 % à ce stade-ci.

### **Considérations liées à la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire**

Notre analyse donne à penser que les réformes du secteur financier opérées après la crise et le recours efficace à des mesures macroprudentielles ont réduit la fréquence des épisodes de forte tension entre l'objectif de la politique monétaire – soit maintenir l'inflation à un niveau bas et stable – et les risques pour la stabilité financière. En outre, il est probable que ces épisodes se limitent aux situations où les taux directeurs sont maintenus à un niveau très bas pendant une longue période.

Nous arrivons à la conclusion que la politique monétaire ne devrait être ajustée que dans des circonstances exceptionnelles pour composer avec les vulnérabilités financières. La Banque du Canada n'en continuera pas moins de contribuer de façon importante à favoriser la stabilité financière par le rôle qu'elle remplit à titre de fournisseur de liquidités de dernier ressort, d'une part, et de surveillant des systèmes de paiement et de compensation, d'autre part; par les évaluations systémiques des vulnérabilités et des risques qu'elle expose dans sa *Revue du système financier*, et par ses autres communications publiques. Ces évaluations permettent de sensibiliser les emprunteurs et les prêteurs et ainsi de promouvoir des comportements responsables de leur part. Elles sont également propres à éclairer la prise de décisions en matière de politiques de réglementation et de surveillance.

Le cadre macroprudentiel en vigueur au Canada fonctionne assez bien. Néanmoins, la Banque appuie les efforts visant à lui apporter des améliorations conformes aux pratiques exemplaires que préconise le Fonds monétaire international. Lorsqu'il s'agit d'appliquer des mesures macroprudentielles, la Banque est très bien placée pour aider à faire en sorte que les politiques macroprudentielle et monétaire concourent efficacement à favoriser, de façon simultanée, la stabilité tant macroéconomique que financière. La Banque est impatiente d'explorer des manières de consolider le cadre macroprudentiel en place.

## Mesure et utilisation de l'inflation fondamentale

Cette question ne relève pas de l'entente entre le gouvernement du Canada et la Banque, mais elle revêt de l'importance dans nos communications expliquant les facteurs qui motivent nos décisions de politique monétaire.

La cible d'inflation au Canada est définie en fonction du taux d'accroissement de l'IPC global, qui est une mesure générale de l'inflation connue des Canadiens. Ce taux peut toutefois fluctuer considérablement et ne constitue pas toujours le meilleur indicateur des pressions inflationnistes sous-jacentes. Pour cette raison, la Banque se sert de l'inflation fondamentale comme guide pour la conduite de la politique monétaire. Après avoir évalué différentes mesures de l'inflation fondamentale et examiné les pratiques d'autres banques centrales, elle a décidé de remplacer la mesure de l'inflation fondamentale qu'elle utilise actuellement par trois nouvelles mesures. Comme dans le cas de la mesure actuelle, c'est Statistique Canada qui produira les trois nouvelles mesures et qui les publiera, en même temps que les données sur l'indice des prix à la consommation.

### Questions connexes

Outre les trois questions prioritaires, le personnel de la Banque et d'autres analystes ont continué d'étudier d'autres aspects du cadre de conduite de la politique monétaire. Je profite de l'occasion pour en aborder quelques-uns qui ont retenu dernièrement l'attention des médias.

Il a été proposé, comme solution de rechange au régime actuel de ciblage de l'inflation, d'appliquer un régime de ciblage du taux de croissance du PIB nominal. Celui-ci fixe un objectif qui s'articule autour de la somme du taux de croissance de l'économie réelle et de l'inflation. Comme dans le cas du ciblage de l'inflation, on cherche à ramener une variable – le taux de croissance du PIB nominal – à la cible sans tenir compte des résultats passés, peu importe que la cible soit atteinte grâce à une croissance économique relativement solide et à une faible inflation, ou vice versa.

Le régime de ciblage de l'inflation du Canada procure à l'heure actuelle certains des avantages attribués au régime de ciblage du taux de croissance du PIB nominal. La Banque détermine déjà une trajectoire pour le taux directeur afin de ramener l'inflation à la cible de manière à réduire au minimum les variations excessives de l'activité économique et de l'emploi. En cas de chocs d'offre, la flexibilité du régime en vigueur au Canada permet de nuancer les réponses afin d'obtenir des résultats bénéfiques pour les Canadiens. Par ailleurs, au moment de formuler la politique monétaire, la Banque du Canada fait abstraction des mouvements des prix relatifs qui ont des effets temporaires sur l'inflation. Enfin, il est important de noter que : 1) contrairement au ciblage de l'inflation, le ciblage du taux de croissance du PIB nominal n'offre pas de point d'ancrage fixe pour arrimer les attentes d'inflation; 2) les déclarations selon lesquelles le ciblage du taux de croissance du PIB nominal assouplit les contraintes que pose la valeur plancher s'accompagnent généralement d'une hausse implicite du taux d'inflation moyen; et 3) le taux de croissance du PIB nominal intègre une mesure de l'inflation qui est moins pertinente pour les consommateurs que l'inflation mesurée par l'IPC.

On a aussi avancé des arguments récemment comme quoi la Banque devrait passer d'une cible d'inflation à une cible de niveau des prix. Dans un régime de ciblage du niveau des prix, après une période d'inflation moyenne inférieure à la cible, les autorités monétaires chercheraient à faire passer le taux d'inflation au-dessus de la cible pendant une certaine période afin que le taux de variation visé pour le niveau des prix soit atteint

au fil du temps. Selon les modèles théoriques, ce régime peut offrir des gains sur le plan de la stabilité macroéconomique pourvu que les acteurs économiques comprennent le régime et intègrent entièrement à leurs prévisions d'inflation la propension du niveau des prix à revenir à la cible. Les résultats expérimentaux, cependant, portent à croire que ce ne serait pas le cas.

Avant le renouvellement de l'entente en 2011, la Banque a mené des recherches approfondies sur le ciblage du niveau des prix. Toute réflexion faite, la Banque a conclu que les avantages potentiels d'un régime de ce type ne l'emportaient pas de façon évidente sur les coûts et les risques associés à l'abandon d'un cadre de conduite de la politique monétaire qui a solidement ancré les attentes et donné une grande crédibilité à la banque centrale. Les nouvelles analyses effectuées par la suite n'ont pas changé le point de vue de la Banque à ce sujet.

Enfin, l'adoption d'un régime de ciblage du taux de croissance du PIB nominal ou du niveau des prix marquerait un écart considérable par rapport au statu quo et aux régimes qu'utilisent d'autres grandes banques centrales.

### **Travaux de recherche à venir**

Ce qu'il y a de bien avec le renouvellement de la cible tous les cinq ans, c'est que le régime retenu n'est pas immuable. La recherche portant sur toutes les questions précitées se poursuit, et nous sommes à même de nous adapter et d'étudier de nouveaux sujets à mesure que les conditions évoluent. Au nombre des questions que nous avons commencé à examiner, citons l'incidence de la réglementation macroprudentielle et des vulnérabilités financières sur la transmission de la politique monétaire; la combinaison optimale des politiques monétaire, budgétaire et financière susceptible de hausser au maximum le niveau de vie des Canadiens; et l'utilisation des communications de la banque centrale à la fois comme outil de politique monétaire et comme mécanisme visant à accroître la transparence et la crédibilité.

Vous trouverez ci-joint une version proposée de la déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant le renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation.

Vous trouverez également en pièce jointe un document d'information de la Banque qui expose en détail les résultats de ses recherches et de ses analyses. Pour accomplir nos travaux, nous avons tiré parti des discussions avec nos collègues du ministère des Finances et des commentaires dont ils nous ont fait part. Je vous remercie pour ces observations.

Nous rendrons public ce document au moment de l'annonce – ou peu après – de la déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada.

Je vous remercie d'avoir étudié la recommandation de la Banque concernant le renouvellement de l'entente relative à la maîtrise de l'inflation. Je me réjouis à la perspective de discuter avec vous le 28 septembre.