



**Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
Business Council of British Columbia
Vancouver (Colombie-Britannique)
1^{er} novembre 2016**

Les cibles d'inflation depuis 25 ans : une certitude en périodes d'incertitude

Introduction

L'économie mondiale traverse une période d'incertitude, et toute mesure susceptible d'atténuer cette incertitude est la bienvenue. La semaine dernière, la Banque du Canada et le gouvernement fédéral ont posé un geste important en vue d'offrir une certitude accrue aux entreprises et aux consommateurs en renouvelant l'entente sur le ciblage de l'inflation pour une période de cinq ans.

Nous célébrons cette année le 25^e anniversaire du ciblage de l'inflation au pays. C'est donc dire que toute une génération de chefs d'entreprise et de consommateurs n'a jamais eu à composer avec l'incertitude qui accompagne une inflation forte et variable. Il est tout à fait normal de tenir les choses pour acquises lorsqu'elles font partie du paysage depuis longtemps, mais en aucun cas la Banque du Canada ne considérera que les gains que procure le ciblage de l'inflation vont de soi. Avec le renouvellement de l'entente la semaine dernière, il est opportun de rappeler les avantages que le ciblage de l'inflation a apportés ainsi que le difficile chemin qui nous a menés jusqu'ici.

La quête d'un point d'ancrage

Si 25 ans correspondent à un anniversaire d'argent, dans le cas du ciblage de l'inflation, nous avons véritablement touché l'or. Cette approche en matière de politique monétaire a fait ses preuves à maintes reprises, aussi bien en périodes économiques favorables qu'en périodes agitées. Le Canada a été le deuxième pays à se doter d'un tel régime et aujourd'hui, le ciblage de l'inflation – au sens étroit du terme – a été adopté par 36 banques centrales comptant pour 37 % de l'économie mondiale. Par ailleurs, si on inclut la Réserve fédérale des États-Unis, dont la maîtrise de l'inflation constitue l'une des responsabilités, et la Banque centrale européenne, qui a pour mandat de maintenir l'inflation en dessous de 2 %, le ciblage de l'inflation est pratiqué, sous une forme ou une autre, dans 64 % de l'économie mondiale.

Pour bien comprendre à quel point ce régime représente une avancée, il faut se rappeler le contexte difficile des années 1970 et 1980. L'inflation était alors non seulement beaucoup plus élevée qu'aujourd'hui, mais aussi considérablement plus variable. Le taux d'inflation annuel, qui avait franchi le cap des 12 % en

1974, a dégringolé à moins de 6 % deux ans plus tard, pour ensuite rebondir au-dessus de 12 % en 1981.

Il était impossible de prévoir avec assurance quel serait le taux d'inflation d'une année à l'autre. Dans ce climat d'inflation élevée et variable, il était extrêmement difficile pour les employeurs de faire les calculs nécessaires pour diriger leur entreprise. La forte inflation leur imposait de tenir constamment compte des « coûts d'étiquetage » liés aux fréquents ajustements des prix. Ces coûts étaient habituellement répercutés sur les consommateurs, forcés eux aussi de composer avec l'incertitude, ne sachant pas quel serait le pouvoir d'achat de leurs économies dans l'avenir.

Dans les années 1970, la situation s'était détériorée à un point tel que le gouvernement fédéral a décidé d'instaurer le contrôle des salaires et des prix, une mesure draconienne généralement réservée aux périodes de guerre. Ce fut un échec. Pour réussir, il faudra en définitive recourir à des mesures monétaires radicales qui ont porté les taux d'intérêt à des niveaux vertigineux, les taux hypothécaires culminant au-delà de 20 % à la fin de la décennie. Une situation inimaginable pour la génération actuelle d'emprunteurs, habitués à voir annoncés des prêts hypothécaires de cinq ans à moins de 3 % et à se faire proposer un financement à 0 % par les concessionnaires automobiles.

L'administration du « remède monétaire », bien que nécessaire, ne s'est pas faite sans douleur. Mais au bout du compte, le traitement fut efficace. En 1983, l'inflation avait ralenti et oscillait entre 4 et 5 %. Il aurait été facile à l'époque de nous reposer sur nos lauriers avec le sentiment du devoir accompli. En effet, la réduction de l'inflation n'était plus au premier rang des priorités des gouvernements, ni des salariés – en particulier les employés syndiqués – qui bénéficiaient de la protection qu'offraient les ajustements au coût de la vie prévus dans leurs contrats de travail.

C'est à peu près à ce moment que j'ai entamé ma carrière à la Banque du Canada. Nous savions déjà qu'un taux d'inflation de 4 ou 5 % était encore trop élevé. À ce niveau, les Canadiens verraient malgré tout fondre leur pouvoir d'achat, bien qu'à un rythme moins rapide. Avec une inflation de 5 %, les prix doublent quand même tous les 15 ans, et, par conséquent, une personne verra les prix au moins multipliés par deux pendant la durée de sa retraite.

À la fin des années 1970, la quasi-totalité des économistes et des universitaires s'entendaient sur la manière dont les banques centrales devaient s'y prendre pour lutter contre l'inflation. Il suffisait, du moins en théorie, de contrôler la masse monétaire pour maîtriser l'inflation. Les cibles monétaires fourniraient la clarté nécessaire – un point d'ancrage nominal servant à expliquer les interventions – et amèneraient l'inflation au niveau souhaité. C'était l'évidence même. Le hic, c'est que cela n'a pas fonctionné aussi bien que la théorie le laissait présager.

À la Banque, nous avons travaillé d'arrache-pied pour tenter de sauver le concept des cibles monétaires, mais l'économie évoluait rapidement et de nouveaux types de dépôts bancaires apparaissaient sur le marché. Résultat, le lien entre la masse monétaire et l'inflation est devenu si imprévisible qu'il ne pouvait plus servir de guide. Aussi les économistes sont-ils restés sous le choc, en 1982, lorsque le gouverneur Gerald Bouey a jeté un pavé dans la mare en

déclarant, dans son annonce désormais célèbre, que la Banque renonçait à poursuivre une cible fondée sur la masse monétaire. Du coup, l'institution est entrée dans un territoire encore inexploré par les chercheurs, en quête d'une nouvelle façon de maîtriser l'inflation.

Nous savions depuis le début qu'un réseau complexe de liens unit les taux d'intérêt et l'inflation, la monnaie entrant en jeu quelque part entre les deux. La Banque s'est donc attachée à mieux comprendre les liens entre les taux d'intérêt, la croissance économique et, en définitive, l'inflation. Bref, un modèle macroéconomique. En 1988, John Crow, alors gouverneur de la Banque, annonce que la politique monétaire devrait viser la réalisation et le maintien de la stabilité des prix. Même s'il restait à définir avec précision la « stabilité des prix », le point d'ancrage de la politique monétaire serait l'inflation même, et non une variable intermédiaire comme la monnaie.

Il n'est pas exagéré de dire que l'idée de cibler directement l'inflation a été accueillie avec une bonne dose de scepticisme, y compris par le gouvernement. Après tout, les banques centrales n'ont pas de prise sur la détermination des prix. Alors, qu'est-ce qui nous faisait croire que nous pourrions atteindre une cible d'inflation? Nous avons mené des recherches sur ce sujet et amélioré notre utilisation des modèles économiques; par conséquent, nous savions que notre raisonnement était solide. Finalement, le gouvernement fédéral s'est rallié et une entente formelle a été conclue. Celle-ci précisait que notre politique monétaire viserait à maîtriser l'inflation et conférerait à la Banque l'indépendance opérationnelle dont elle a besoin pour poursuivre cet objectif comme bon lui semble.

C'est ainsi qu'en 1991, le Canada a été un des premiers pays à adopter le ciblage de l'inflation. En 25 ans, les grandes lignes de notre stratégie n'ont pas changé. Pour les trois premières années, nous nous étions fixé des cibles de réduction de l'inflation dans le but de ramener graduellement l'inflation à 2 %, et nous avons réussi. Depuis 1995, nous cherchons à garder l'inflation à ce taux, qui correspond au point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %. Fait important, nous appliquons une approche symétrique dans la poursuite de cette cible : considérant les problèmes qu'ont connus les pays aux prises avec la déflation, nous sommes tout aussi préoccupés lorsque l'inflation tombe en deçà de la cible que lorsqu'elle la dépasse. Nous voulons que les entreprises et les consommateurs soient en mesure de faire des projets à long terme avec certitude.

Des cibles qui portent leurs fruits

En fin de compte, le régime a été plus efficace que nous aurions pu raisonnablement l'espérer. Les chiffres à cet égard sont éloquentes. Entre 1975 et 1991, l'inflation a avoisiné 7 % en moyenne, même si l'on tient compte de la période de 1983 à 1990 au cours de laquelle elle s'est maintenue autour de 4 à 5 %. Depuis, elle s'est établie en moyenne à presque exactement 2 %. Elle est en outre beaucoup plus stable et les attentes sont solidement ancrées à la cible.

Le ciblage de l'inflation a par ailleurs procuré des gains économiques au-delà de nos attentes. L'atténuation de l'incertitude a profité aux entreprises et aux ménages, en leur permettant de prendre des décisions en matière de dépenses

et d'investissement avec une plus grande confiance. Elle a aussi contribué à améliorer la tenue de l'économie sous plusieurs rapports, se traduisant à la fois par une hausse des niveaux d'activité et une réduction de la variabilité.

L'entente, qui a été renouvelée tous les cinq ans depuis 2001, confère une légitimité à notre approche, ce qui est indispensable dans une société démocratique. De plus, le fait de chiffrer explicitement une cible claire comme le taux d'inflation permet de juger facilement de notre travail. Enfin, et surtout, l'entente donne davantage de crédibilité au régime de ciblage de l'inflation, et l'a ainsi rendu plus efficace. Avec le temps, cette crédibilité s'est accrue de pair avec notre capacité d'atteindre la cible.

La combinaison du ciblage de l'inflation et d'un taux de change flottant a donné au Canada la latitude dont il a besoin pour mener une politique monétaire véritablement indépendante et adaptée aux conditions particulières du pays. Notre régime nous a fourni également la souplesse nécessaire pour réagir aux chocs économiques. Par exemple, si nous avons pu prendre des mesures énergiques durant la crise financière mondiale, c'est parce que les attentes d'inflation étaient solidement arrimées. Et, pendant cette période, notre régime a fourni un point d'ancrage sur lequel nous appuyer pour expliquer nos actions.

Le Canada n'a pas été le seul à profiter de la meilleure tenue de l'économie. Ce fut le cas de nombreux autres pays, à mesure que le recours au ciblage de l'inflation s'est généralisé, ce qui a conduit à ce que l'on appelle la « Grande Modération ». Il y a toutefois eu un revers à cette médaille : la période prolongée de résultats économiques positifs a donné lieu à une intensification des déséquilibres financiers. En somme, nous avons appris que même si le ciblage de l'inflation peut apporter la stabilité économique, ce n'est pas une condition suffisante pour assurer la stabilité financière.

J'aimerais ajouter un dernier avantage appréciable qu'offre notre régime. Le ciblage de l'inflation a fait de la Banque du Canada une institution beaucoup plus transparente.

D'entrée de jeu, nous savions que les attentes d'inflation joueraient un rôle important. Si les gens étaient persuadés que nous réussirions à instaurer un taux d'inflation bas et stable, ils se comporteraient d'une manière qui contribuerait à la réalisation de cet objectif. Il est devenu manifeste, au cours de ces 25 années, qu'il est plus facile d'ancrer les attentes d'inflation lorsque les gens comprennent ce que la banque centrale fait et pourquoi elle le fait. Ce constat a conduit à une évolution continue de notre façon de communiquer. En deux mots, nous avons augmenté le nombre et le détail de nos communications concernant les décisions de politique monétaire.

À l'époque du gouverneur Bouey, communiquer avec la population n'était pas une grande priorité. Il était normal de se limiter à un ou deux discours publics par année, auxquels pouvait s'ajouter à l'occasion une intervention d'un sous-gouverneur. Depuis le début de cette année seulement, les membres du Conseil de direction ont prononcé 17 discours publics, comme celui-ci, tous diffusés en direct dans Internet et versés dans le site Web de la Banque pour référence ultérieure.

De nombreux autres changements nous ont permis d'accroître notre transparence et de mieux rendre compte de nos actes. Quatre ans après avoir adopté les cibles d'inflation, nous avons commencé à publier le *Rapport sur la politique monétaire*, dans lequel nous exposons en détail notre interprétation de l'évolution économique et nos prévisions concernant l'économie et l'inflation. La première sous-gouverneure Wilkins et moi tenons une conférence de presse après chaque parution du *Rapport* et de la *Revue du système financier*, et soulignons, dans une déclaration préliminaire, les principaux enjeux examinés lors de nos délibérations sur la politique à mener. La première sous-gouverneure et moi témoignons également devant les comités de la Chambre des communes et du Sénat deux fois par année. En outre, la Banque publie maintenant davantage de travaux de recherche, et est aujourd'hui présente dans les médias sociaux. L'objectif premier de toutes ces activités est d'aider les Canadiens à comprendre ce que nous faisons et pourquoi nous le faisons.

Bien entendu, le Canada n'est pas le seul pays à suivre ce mouvement vers une transparence accrue. Je suis d'avis que le principal facteur à l'origine de la tendance observée ici et dans d'autres banques centrales est la reddition de comptes supplémentaire qu'entraîne l'adoption d'une cible d'inflation officielle.

Ajuster le paradigme

Cela dit, ce n'est pas parce que le ciblage de l'inflation a donné d'excellents résultats qu'il est parfait pour autant. À chaque renouvellement de l'entente, nous nous sommes posé des questions fondamentales afin de nous assurer que le ciblage de l'inflation procure ses avantages économiques le plus efficacement possible. Par exemple, en 2011, nous avons précisé que le régime nous offre la souplesse voulue pour ajuster le délai dont nous avons besoin en vue de ramener l'inflation à la cible, dans le cas où une intervention trop rapide ou trop lente aurait pour effet d'aggraver les préoccupations liées à la stabilité financière.

Durant les cinq années qui ont précédé le plus récent renouvellement, nous nous sommes penchés sur trois questions. La première ne saurait être plus fondamentale : un taux de 2 % constitue-t-il la bonne cible d'inflation? En fait, nous n'avons cessé de nous poser cette question depuis la mise en place des cibles d'inflation. Il y a cinq ans, nous avons axé notre réflexion sur l'opportunité d'abaisser la cible. Cette fois-ci, compte tenu de notre expérience avec un bas taux d'inflation et du risque de déflation, nous avons examiné de près l'idée de relever la cible.

Nous avons sérieusement considéré cette possibilité parce que les taux directeurs des banques centrales dans de nombreuses économies se situent à des niveaux historiquement bas ou tout près, atteignant dans certains cas leur valeur plancher. L'idée est que les taux d'intérêt seraient généralement plus élevés si la cible d'inflation était elle-même plus élevée, de sorte que nous disposerions d'une plus grande latitude pour abaisser les taux dans l'avenir avant de toucher cette valeur plancher.

L'expérience récente nous a toutefois appris qu'il existe des mesures de politique monétaire non traditionnelles qui nous donnent davantage de marge de manœuvre que nous l'avions d'abord cru. On peut ainsi abaisser les taux d'intérêt au-dessous de zéro ou acheter des obligations à plus long terme pour

compresser les rendements à long terme. Un relèvement de la cible d'inflation se traduirait par une hausse des taux d'intérêt nominaux et une marge de manœuvre accrue, en moyenne, mais il se trouverait du coup à imposer une taxe d'inflation plus élevée à l'économie. À mes yeux, cela reviendrait à payer chaque jour très cher une assurance contre le risque peu probable qu'un autre choc macroéconomique majeur survienne dans l'avenir. Du reste, faire passer l'inflation de 2 à 3 % pourrait se révéler très difficile, et exiger d'importantes fluctuations économiques, du fait que les attentes d'inflation semblent solidement ancrées à 2 %.

La deuxième question que nous avons examinée avait trait à notre mesure de l'inflation fondamentale. Les prix peuvent varier pour des raisons indépendantes de la politique monétaire. Par exemple, une sécheresse peut provoquer une hausse des prix des aliments. Nous cherchons à faire abstraction de ces mouvements pour nous concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation, de façon à éviter de surréagir dans la conduite de notre politique. Jusqu'ici, nous utilisons une mesure de l'inflation fondamentale en particulier. Désormais, nous aurons recours à trois mesures différentes qui mettent en relief la tendance sous-jacente de manières différentes. Vous trouverez de plus amples renseignements sur ces mesures dans le document d'information relatif au renouvellement que nous avons versé dans notre site Web.

La troisième question que nous avons étudiée portait sur la façon dont les préoccupations touchant la stabilité du système financier devraient être prises en compte dans les décisions de politique monétaire. Encore une fois, nous nous sommes largement appuyés sur l'expérience des cinq dernières années. Les autorités fédérales ont au fil du temps pris une série de dispositions visant à atténuer la menace que représentent les déséquilibres sur le marché du logement et les niveaux élevés d'endettement des ménages. Nous estimons que ces politiques, dites macroprudentielles, sont les mieux à même de contrer les menaces pesant sur la stabilité financière, car elles peuvent être conçues de manière à cibler des vulnérabilités financières précises. Par contraste, l'ajustement des taux d'intérêt représente un outil très peu nuancé qui entraîne des effets généralisés. Étant donné tout ce qui a été fait pour renforcer le système financier international ces dernières années, il est encore plus logique de séparer la politique monétaire des efforts visant à stabiliser le système financier.

Il ne faut toutefois pas en conclure que notre politique monétaire ne tient aucun compte des questions de stabilité financière. D'une part, la politique monétaire se transmet par la voie du système financier, et il est donc dans notre intérêt que celui-ci fonctionne bien. D'autre part, nous savons que les vulnérabilités du système financier peuvent amplifier les effets des chocs négatifs, comme une hausse importante du chômage. C'est pourquoi, à la Banque du Canada, nous menons la politique monétaire en suivant une démarche axée sur la gestion des risques. Nous reconnaissons que les perspectives de l'inflation sont toujours entachées d'incertitude et que les évolutions du système financier sont source d'incertitude pour la stabilité financière. Ces incertitudes génèrent une zone à l'intérieur de laquelle nous pouvons tolérer des variations dans les risques entourant les perspectives de l'inflation ou les risques pour la stabilité financière.

Étant donné que la politique monétaire peut suivre de nombreuses trajectoires possibles nous permettant de réaliser notre cible d'inflation, et que nous disposons d'une certaine souplesse quant au délai visé pour atteindre celle-ci, nous pouvons utiliser la politique monétaire pour gérer ces risques, tout en continuant d'accorder la priorité à la poursuite de la cible d'inflation.

L'avenir du ciblage de l'inflation

Pour moi, le renouvellement de la cible d'inflation représente un motif de réjouissance. D'ailleurs, je crois que le régime de ciblage de l'inflation du Canada est plus solide que celui de nombreux autres pays, et ce, pour plusieurs raisons.

Premièrement, le cycle de renouvellement de cinq ans nous donne régulièrement l'occasion de procéder à un examen approfondi de notre politique à la lumière de l'expérience et des travaux de recherche récents, et de l'ajuster au besoin. Sans ces renouvellements périodiques, il serait beaucoup plus difficile de faire évoluer le régime.

Deuxièmement, le cycle de renouvellement nous oblige à démontrer au gouvernement et à la population que notre politique est la bonne. Cette exigence confère au régime une grande crédibilité.

Troisièmement, du fait que le régime prend la forme d'une entente entre le gouvernement et la banque centrale, le gouvernement s'engage explicitement à soutenir nos efforts pour maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Par conséquent, l'entente implique que toutes les politiques économiques – y compris monétaire, budgétaire et macroprudentielle – peuvent fonctionner en complémentarité.

Cela étant, force est de reconnaître que même après des années de taux d'intérêt très bas, la reprise demeure faible dans bon nombre d'économies. Il n'est donc pas vraiment surprenant que certains se demandent si les décideurs publics, dont les dirigeants de banque centrale, prennent les bonnes décisions. La politique monétaire a-t-elle perdu son efficacité? Le ciblage de l'inflation est-il désuet?

Nous prenons ces débats au sérieux. Nous avons examiné les travaux de recherche et la théorie sur lesquels reposent d'autres régimes tels que le ciblage du niveau des prix et le ciblage du taux de croissance du produit intérieur brut nominal. Mais à ce jour, nous n'avons rien trouvé qui montre de façon convaincante qu'il existe une meilleure approche que nos cibles d'inflation.

Entendons-nous bien : je ne dis pas ici que le ciblage de l'inflation est parfait. Nous ne cesserons jamais de chercher des façons d'améliorer notre régime et de procurer une plus grande certitude aux entreprises et aux consommateurs canadiens. Cet effort vise non seulement les cibles elles-mêmes, mais aussi les outils dont nous nous servons pour les atteindre. Les modèles économiques restent au cœur de tout le processus de ciblage de l'inflation, et ils nécessitent des investissements pour pouvoir rendre compte d'un grand nombre de nouvelles complexités qui caractérisent les économies d'aujourd'hui. Bref, il faut dès maintenant lancer le chantier de la prochaine génération de modèles économiques. Après tout, il a fallu près de trente ans de recherches pour mettre au point le principal modèle qu'utilise la Banque à l'heure actuelle.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Le renouvellement de notre entente sur le ciblage de l'inflation est une bonne nouvelle. Que vous vous souveniez ou non des périodes difficiles, un taux d'inflation élevé, variable et imprévisible est fatal pour la confiance. C'est une source d'incertitude qui s'avérerait dévastatrice dans le climat économique actuel.

Nous ne laisserons pas une telle situation se produire. À la Banque du Canada, nous appliquons le ciblage de l'inflation avec succès depuis plus de 25 ans. Ce faisant, nous avons aidé les entreprises et les particuliers à prendre des décisions financières avec certitude et confiance, et ainsi contribué à instaurer un contexte propice à une croissance économique soutenue.

Le renouvellement de l'entente sur le ciblage de l'inflation nous permet de poursuivre sur notre lancée pendant une autre période de cinq ans. Notre régime n'est toutefois pas gravé dans le marbre. Nous continuerons d'observer et d'apprendre, de poser des questions et de nous assurer que notre politique monétaire est vraiment aussi efficace que possible jusqu'au prochain renouvellement, en 2021. Nous chercherons de nouvelles façons de nouer le dialogue avec les Canadiens à propos de notre régime, et nous aimerions tout particulièrement entendre vos idées sur le sujet, afin de pouvoir continuer à favoriser le bien-être économique du pays.