

Compte rendu de l'atelier de la Banque du Canada

« Enjeux touchant les cadres de conduite de la politique monétaire : vers le renouvellement de la cible d'inflation en 2021 »

Ottawa (Ontario)

14 septembre 2017

Tout près de 50 experts – universitaires, journalistes, représentants d'autres banques centrales et décideurs publics – se sont joints au gouverneur, Stephen S. Poloz, à la première sous-gouverneure, Carolyn A. Wilkins, aux membres du Conseil de direction et aux économistes de la Banque le 14 septembre pour une discussion animée et stimulante sur des enjeux relatifs aux cadres de conduite de la politique monétaire. Des points de vue très diversifiés ont été exprimés durant l'atelier d'une journée, qui s'est tenu à la Banque, sur les objectifs de la politique monétaire, l'efficacité des outils connexes, le rôle de la transparence et de la communication, et les enseignements tirés d'autres banques centrales.

L'atelier contribuera à définir le programme de recherche global de la Banque, et notamment les enjeux qui pourraient présenter un intérêt pour le renouvellement, en 2021, de l'entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation conclue avec le gouvernement du Canada. Comme l'a expliqué le sous-gouverneur Lawrence Schembri lors de son allocution d'ouverture, le régime actuel de ciblage de l'inflation de la Banque a bien servi les Canadiens, mais il convient de voir si on peut encore l'améliorer.

Ce constat s'impose d'autant plus compte tenu des évolutions économiques notables ces dernières années comme le recul du taux directeur « neutre » (qui limite la possibilité de contrecarrer une faiblesse de l'économie au moyen de la politique monétaire), le ralentissement de la croissance de la production potentielle – surtout dans les économies avancées – causé par les tendances démographiques et la croissance moins rapide de la productivité du travail, et le niveau élevé d'endettement des secteurs privé et public (qui soulève des questions sur le dosage optimal des politiques monétaire et budgétaire et des mesures de politique macroprudentielle).

Les débats ont été diffusés en direct sur le Web et relayés par voie de gazouillis, et le public a été invité à transmettre ses questions et commentaires en utilisant les réseaux sociaux. Voici un compte rendu de l'atelier ainsi que des principaux arguments et thèmes abordés.

Séance 1 – Rôle et objectifs de la politique monétaire canadienne

La séance débute par l'intervention de Stephen Gordon, professeur à l'Université Laval, à Québec, qui plaide avec force en faveur d'une mobilisation beaucoup plus grande que par le passé des parlementaires et du grand public au Canada dans le processus qui mènera au renouvellement, en 2021, de l'entente sur la cible de maîtrise de l'inflation. M. Gordon qualifie le processus de renouvellement de 2016 d'« occasion manquée » d'élargir le débat sur les objectifs de la politique monétaire au-delà des décideurs publics, des économistes et des analystes experts des politiques. Il fait valoir que, bien que la Banque jouisse d'une indépendance dans la mise en œuvre du mandat énoncé dans son entente avec le gouvernement, il s'agit, sur le fond, d'une décision politique qui justifie un vif débat public. Des

audiences parlementaires souligneraient le fait que la détermination des modifications à apporter au cadre de politique monétaire, s'il y a lieu, est une décision politique, déclare M. Gordon. En outre, grâce à ces audiences, les économistes auraient l'occasion d'expliquer et de réfuter des opinions peu orthodoxes qui souffrent depuis longtemps d'un discrédit de la part du monde économique, mais qui pourraient recueillir une large adhésion dans certains segments de la population.

M. Gordon fait observer (comme le feront d'autres orateurs par la suite) que le public et les milieux politiques se sont peu préoccupés du processus pendant les années qui ont précédé le renouvellement de 2016, alors même que la période après la crise soulevait des questions quant à la nécessité de modifier le cadre de conduite de la politique monétaire.

John Murray, ancien sous-gouverneur à la Banque du Canada qui enseigne désormais l'économie à l'Université Queen's, s'oppose à une hausse de la cible d'inflation du pays, fixée actuellement à 2 %, notamment en raison du fait qu'on ne dispose pas d'assez d'éléments d'information indiquant que les avantages perçus l'emporteraient sur les coûts potentiels, tandis que selon les données disponibles, les mesures de politique monétaire non traditionnelles, comme l'assouplissement monétaire, procurent une marge de manœuvre pour procéder à un nouvel assouplissement de la politique monétaire dans un contexte où le taux directeur se situe à sa valeur plancher. Parallèlement, M. Murray rejette les inquiétudes selon lesquelles il pourrait s'avérer trop difficile de communiquer le passage à un régime de ciblage du niveau des prix ou de ciblage du niveau du PIB nominal, et propose que le programme de recherche de la Banque s'attache à reconsidérer le bien-fondé de ces idées.

M. Murray souligne également que la politique monétaire « ne peut pas tout faire à elle seule », et s'oppose à l'idée de l'employer pour contrer les inégalités de revenu, qui, selon lui, concernent au premier chef la politique budgétaire. Il fait état de données montrant que, après impôts et paiements de transfert, le coefficient de Gini – une mesure de l'inégalité de revenu – n'a pas augmenté au Canada autant qu'aux États-Unis, et fait valoir que les commentaires sur l'inégalité de revenu aux États-Unis influent peut-être sur l'attitude des Canadiens à cet égard. Selon M. Murray, doivent figurer parmi les principaux critères définissant un cadre souhaitable de conduite de la politique monétaire les éléments suivants : la faisabilité, l'avantage comparatif, la cohérence, la simplicité, la clarté et la prévisibilité.

Paul Beaudry, professeur d'économie à l'École d'économie de Vancouver de l'Université de la Colombie-Britannique et ancien lauréat d'une Bourse de recherche de la Banque du Canada, déclare que la Banque devrait étudier si le fait de cibler un « taux de change réel (c.-à-d. après inflation) stable à moyen terme » pourrait accroître la stabilité des prix et engendrer de meilleurs résultats économiques. Il explique que les entreprises pourraient ainsi être plus disposées à investir au Canada, puisqu'elles pourraient mieux planifier leurs activités. De plus, il pourrait y avoir une remise en question de la notion sur les marchés financiers selon laquelle le dollar canadien serait une « monnaie dont le cours est lié aux produits de base » et dont les variations vont habituellement de pair avec celles des prix mondiaux des produits de base comme le pétrole.

L'orateur chargé de clore cette séance, Martin Eichenbaum, professeur d'économie titulaire de la chaire Charles Moskos et codirecteur du Centre de macroéconomie internationale à l'Université Northwestern, met en garde contre une modification du cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque pour passer, par exemple, à un régime de ciblage du niveau

des prix ou du PIB nominal, sans que cette transition soit coordonnée avec la Réserve fédérale des États-Unis. Il affirme que l'économie et la monnaie canadiennes sont trop étroitement liées à celles des États-Unis pour apporter une telle modification de façon unilatérale sans que le Canada renonce à quelques-uns des avantages liés à son régime de changes flottants et à son cadre de conduite de la politique monétaire actuels, notamment une inflation intérieure très stable. En outre, explique M. Eichenbaum, étant donné que les taux directeurs des banques centrales sont susceptibles d'égaliser ou d'avoisiner leur valeur plancher plus souvent – le taux d'intérêt neutre étant plus bas qu'il ne l'était avant la crise financière mondiale –, les décideurs de la Banque sont appelés à travailler en coordination avec leurs homologues à l'étranger à la mise en œuvre de stratégies « cohérentes » pour composer avec cette « nouvelle réalité ».

Durant la période de questions avec l'auditoire, Don Drummond de la School of Policy Studies de l'Université Queen's signale que le cadre de politique monétaire actuel souffre peut-être d'une trop grande rigidité dans son objectif de maintenir l'inflation au taux visé de 2 %. Selon lui, l'institution devrait mettre davantage l'accent sur la fourchette cible de 1 à 3 %, et non faire en sorte de remonter « de façon artificielle » l'inflation au point médian de 2 % lorsque l'économie se porte bien par ailleurs.

En réponse à une question transmise sur Twitter quant à la pertinence d'étudier l'intérêt d'un passage à un « double mandat » à l'instar de la Fed – à savoir stabilité des prix et niveau d'emploi « maximal » (ou plein emploi) –, les spécialistes invités s'accordent généralement pour dire que cette considération ne s'applique pas au Canada, car le régime de ciblage de l'inflation de la Banque s'avère efficace sur le plan de la stabilisation de l'emploi, même si cet aspect ne fait pas officiellement partie de son mandat.

Par ailleurs, M. Murray précise ne pas être favorable à la proposition de M. Beaudry consistant à viser un taux de change réel stable à moyen terme, car, en l'état actuel, le taux de change réel semble fluctuer en fonction des grands paramètres de l'économie au fil du temps. M. Beaudry acquiesce, mais réplique que des questions subsistent quant à savoir s'il fluctue dans la bonne direction et à la bonne vitesse. De plus, il s'interroge sur l'affirmation de M. Eichenbaum à propos de la nécessité pour la Banque de coordonner tout nouveau régime avec la Fed si elle ne veut pas avoir à composer avec une volatilité accrue de l'inflation.

Séance 2 – Éventail et efficacité des instruments de politique monétaire

Steve Ambler, professeur d'économie à l'Université du Québec à Montréal et membre du conseil de politique monétaire de l'Institut C.D. Howe, est le premier parmi plusieurs orateurs à soutenir que la Banque devrait donner plus régulièrement des indications prospectives concernant la trajectoire future des taux d'intérêt à court terme. Les indications prospectives, comme l'« engagement conditionnel » pris par la Banque durant la crise financière de laisser le taux directeur inchangé pendant un an, sous réserve des perspectives de l'inflation, est un instrument qui, aux dires de l'institution, ne devrait être utilisé que dans des cas exceptionnels, car les participants au marché ne sont plus autant incités à suivre les données économiques et les échanges bilatéraux s'en trouvent entravés.

M. Ambler est pour sa part d'avis que ces « indications » devraient se présenter sous forme de prévisions conditionnelles d'évolution des taux d'intérêt. Il soutient également qu'il n'existe pas assez de données montrant que les taux d'intérêt négatifs augmentent suffisamment les dépenses pour contrebalancer les possibles répercussions fortuites sur l'économie et le

système financier, et que, partant, l'assouplissement quantitatif reste l'instrument le plus prometteur pour gérer les épisodes où les taux d'intérêt atteignent leur valeur plancher. Les banques centrales pourraient donner davantage de crédibilité à l'assouplissement quantitatif et en accroître l'efficacité en le combinant avec un régime de ciblage du niveau des prix. On éliminerait ainsi les craintes parfois associées à l'assouplissement quantitatif, puisqu'en vertu du ciblage symétrique du niveau des prix, la banque centrale s'emploierait à faire suivre tout dépassement de la cible occasionné par l'assouplissement quantitatif d'une baisse des prix en deçà de cette dernière.

Michelle Alexopoulos, professeure d'économie à l'Université de Toronto, affirme que certaines formes d'indications prospectives, de nature conditionnelle, peuvent constituer un instrument viable, que ce soit dans les périodes normales ou extraordinaires. Ce constat s'explique par le fait que des indications cohérentes sur la trajectoire future des taux d'intérêt réduisent la confusion sur les marchés et, donc, limitent le risque de contagion, dans la mesure où la Banque fait clairement savoir quand des écarts pourraient intervenir. M^{me} Alexopoulos ajoute que, pour accroître l'efficacité des indications prospectives au fil du temps, on pourrait étudier plus avant la façon dont les marchés interprètent les messages émis par les dirigeants des banques centrales, et souligne que l'intelligence artificielle et les techniques d'apprentissage automatique pourraient se montrer fort utiles à cet égard.

Jean-François Perrault, premier vice-président et économiste en chef de la Banque de Nouvelle-Écosse, soutient que la Banque et le ministère des Finances devraient analyser les avantages d'une coordination plus étroite pour atteindre les objectifs d'inflation de l'institution, surtout lorsque la croissance réduite de la production potentielle et la faiblesse des taux d'intérêt neutres mettent en évidence les limites de la politique monétaire. Selon M. Perrault, il serait peut-être judicieux à l'avenir que le gouvernement s'engage plus explicitement à endosser la responsabilité de seconder la Banque dans l'atteinte de ses objectifs d'inflation.

Andrew Levin de l'Université de Dartmouth, dernier orateur à s'exprimer lors de cette séance, est d'avis que le Conseil de direction de la Banque, qui prend des décisions de politique monétaire de façon consensuelle, devrait envisager d'adopter une approche se rapprochant davantage de celle de la Réserve fédérale. Plus précisément, M. Levin invite la Banque à « réfléchir sérieusement » à migrer vers un type de système axé autour d'un comité d'orientation (en vigueur dans un grand nombre de banques centrales) au sein duquel les décideurs votent individuellement lors des réunions où sont prises les décisions de politique monétaire. Il explique que le fait de rendre chaque décideur comptable des décisions constitue une bonne façon de limiter la pensée de groupe. M. Levin souligne également que les banques centrales doivent prendre soin de présenter une multiplicité de scénarios, à l'instar des météorologues, afin de maintenir leur crédibilité lorsque leurs prévisions s'avèrent erronées.

Durant la période de questions avec l'auditoire, David Macdonald, du Centre canadien de politiques alternatives, soulève la question de savoir si le ciblage de l'inflation lorsque la valeur plancher est atteinte devrait comprendre certaines mesures pour favoriser la croissance des salaires, peut-être en « partenariat » avec les gouvernements fédéral et provinciaux.

M. Levin lui répond que l'une des principales caractéristiques du ciblage de l'inflation est que, lorsque l'inflation est trop basse, les mesures prises par la banque centrale pour faire remonter cette dernière et maintenir les attentes d'inflation bien ancrées favorisent le type d'activité qui stimule la demande, ce qui se traduit par une croissance des salaires nominaux.

M^{me} Alexopoulos souligne que la Banque doit demeurer « plutôt prudente » si elle veut se rapprocher des gouvernements à titre officiel, car elle pourrait ainsi donner l'impression d'être exposée à une influence politique et créer une incertitude sur les marchés financiers. Par ailleurs, elle signale qu'une révision en profondeur du régime de ciblage de l'inflation – même si elle est soigneusement communiquée – pourrait désorienter et entraîner des « effets pervers » sur le plan des investissements et de l'embauche, les gens se demandant si des changements aussi radicaux pourraient devenir de plus en plus une pratique courante.

Finn Poschmann, président-directeur général au sein du Conseil économique des provinces de l'Atlantique à Halifax, met en garde la Banque contre l'idée de fournir trop de renseignements sur ce que les décideurs pensent qu'il pourrait se passer à l'avenir, faisant valoir que la crédibilité de l'institution pourrait être compromise lorsque les prévisions se révèlent erronées. M^{me} Alexopoulos partage cet avis, mais souligne l'importance d'une communication régulière et claire, surtout lorsque les taux d'intérêt égalent ou avoisinent la valeur plancher. Elle explique que c'est à ce moment-là que le public et les marchés prêtent la plus grande attention, et il est donc essentiel d'éviter toute erreur d'interprétation.

Par ailleurs, M. Perrault fait valoir que la prudence est de mise quand il est question de transparence accrue en matière de prévisions et explique que le problème vient en partie du fait que les participants au marché pensent que l'établissement de prévisions est plus facile et plus précis qu'il ne l'est en réalité. M. Levin réitère ses propos concernant l'importance de présenter divers scénarios et de discuter publiquement des mesures d'urgence prévues dans le cadre de chacun d'entre eux.

Séance 3 – Transparence et communication de la politique monétaire

Se penchant plus précisément sur les questions liées à la transparence et à la communication, Kevin Carmichael, journaliste et agrégé supérieur de recherche au Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale (CIGI), démarre la troisième séance en présentant les mesures prises par la Banque pour mieux expliquer son raisonnement au public, comme la déclaration préliminaire qu'elle diffuse à la conférence de presse qui suit la publication du *Rapport sur la politique monétaire* (RPM). Cette déclaration décrit les principaux points de discussion débattus par le Conseil de direction avant de prendre une décision. Toutefois, à la suite de l'incertitude vécue sur les marchés quant à la décision de la Banque d'augmenter ou non le taux directeur le 6 septembre dernier, M. Carmichael enjoint à l'institution d'intensifier ses efforts pour renforcer la cohérence de ses communications et faire en sorte que celles-ci demeurent dans la mire des participants au marché.

M. Carmichael expose deux mesures que la Banque pourrait prendre à cet effet. Premièrement, il indique que l'institution devrait organiser une conférence de presse et diffuser une déclaration au sujet de ses délibérations après chaque décision qu'elle prend relativement au taux directeur, à savoir huit fois par année, plutôt que lors des livraisons trimestrielles du RPM. Deuxièmement, il propose que les sous-gouverneurs de la Banque prononcent davantage de discours publics, de manière à ce que les participants au marché restent mobilisés et continuent de débattre et, surtout, d'assimiler le point de vue de la Banque.

Pierre Siklos, professeur d'économie à l'Université Wilfrid Laurier (et également agrégé supérieur de recherche au CIGI), poursuit la discussion en déclarant que les dirigeants des banques centrales ne font peut-être pas suffisamment la distinction entre transparence et clarté, en ce sens qu'une transparence accrue, si elle n'est pas gérée efficacement, risque de créer de

la confusion. De plus, il souligne que la Banque jouit d'une très forte crédibilité, mais que celle-ci demeure fragile dans ce monde d'après-crise. Selon lui, l'institution pourrait parer à cette fragilité en mettant davantage l'accent sur les divers désaccords et les intervalles de confiance entourant ses prévisions sur l'inflation et la croissance du PIB réel, plutôt que de se concentrer sur des « prévisions ponctuelles », qui sous-entendent un degré de certitude non fondé.

Michael Ehrmann, ancien chef de la Recherche économique et financière à la Banque du Canada et qui travaille désormais à la Banque centrale européenne (BCE), présente des données d'enquête montrant que les économistes issus du milieu universitaire, plus que les décideurs, sont convaincus de l'utilité des indications prospectives comme instrument de politique monétaire. La même enquête révèle que les universitaires ont une préférence pour les indications prospectives axées sur des données ou « subordonnées à l'évolution de la conjoncture », tandis que les préférences des praticiens se répartissent de façon plus uniforme entre diverses catégories d'indications prospectives, mais, cela étant, ceux-ci privilégient les indications prospectives « purement qualitatives » qui offrent le plus de flexibilité.

M. Ehrmann avance que les indications prospectives ont plus d'effet si elles sont combinées à un programme d'achat d'actifs comme l'assouplissement quantitatif. Les indications prospectives subordonnées à l'évolution de la conjoncture sont, tout compte fait, les plus efficaces pour orienter les attentes du marché tout en préservant la réactivité de ce dernier. Ce constat s'explique par le fait qu'elles cadrent avec l'incertitude de la banque centrale quant à leur période d'application. M. Ehrmann ajoute que les indications prospectives subordonnées à l'évolution de la conjoncture doivent être fondées sur des données en temps réel fiables et pouvoir être communiquées de façon relativement claire et simple, et estime que la Banque devrait étudier plus en profondeur les avantages et les inconvénients associés au fait de fonder toutes indications prospectives à venir sur ses mesures de l'inflation sous-jacente.

Dernier orateur à s'exprimer lors de cette séance, Lars Svensson, ancien sous-gouverneur à la banque centrale de Suède (Riksbank) et aujourd'hui professeur à l'École d'économie de Stockholm, affirme que les décideurs devraient publier des prévisions sur la trajectoire attendue des taux d'intérêt. Selon lui, s'y soustraire revient à « cacher l'information la plus importante » relativement aux décisions de politique monétaire. Par ailleurs, M. Svensson est d'avis que toutes les banques centrales devraient publier les procès-verbaux de leurs délibérations et justifier leur choix de trajectoire de taux d'intérêt en montrant comment d'autres trajectoires auraient entraîné des résultats moins souhaitables sur le plan économique. Il mentionne que ses propositions sont bien différentes de ce que la Banque révèle actuellement sur ses décisions de politique monétaire.

Lors de la période de questions avec l'auditoire, M. Levin demande aux spécialistes invités ce qu'ils pensent de l'idée de M. Svensson de publier diverses trajectoires de taux d'intérêt et, plus précisément, s'ils pensent que le public et les marchés seraient en mesure d'assimiler toute l'information sans être déconcertés ni interpréter les divers scénarios comme des promesses.

M. Siklos estime que l'élément essentiel est d'afficher une volonté de corriger le tir à la lumière des données nouvelles et d'expliquer clairement pourquoi cela pourrait arriver. À titre d'exemple, il mentionne l'« engagement conditionnel » pris par la Banque en 2009-2010, faisant valoir que le gouverneur de l'époque, Mark Carney, a pu abandonner l'engagement sans inquiéter les marchés, car la Banque avait très clairement communiqué le caractère conditionnel de la politique.

Puis, M. Ehrmann s'adresse à M. Svensson au sujet de son intervention préconisant que les banques centrales fassent en sorte que les attentes du secteur privé relatives aux d'intérêt soient en phase avec la trajectoire des taux du scénario de référence. M. Ehrmann dit craindre qu'une telle situation n'indique alors que les participants au marché suivent aveuglément la banque centrale et qu'ils interprètent trop les prévisions comme une promesse. M. Svensson lui répond que selon des observations provenant de plusieurs pays, les prévisions concernant la trajectoire des taux sont généralement le reflet d'une « bataille » entre les marchés et la banque centrale. Il importe de constamment répéter qu'il s'agit de prévisions, non d'une promesse, et que ces prévisions sont appelées à changer à mesure que l'information évolue, précise-t-il.

Séance 4 – Enseignements tirés d'autres banques centrales

Nadine Baudot-Trajtenberg, sous-gouverneure de la Banque d'Israël, commence la séance en décrivant son expérience de l'application d'un régime flexible de ciblage de l'inflation dans une petite économie ouverte. Elle se penche sur la politique de la banque centrale israélienne ces trois dernières années, au cours desquelles le pays a affiché une solide croissance, une hausse des salaires et des prix des logements, ainsi qu'une monnaie forte, tandis que l'inflation s'est située non seulement en dessous de la cible, mais aussi le plus souvent en territoire négatif.

Ce bilan montre que de longues périodes d'inflation inférieure à la cible ne sont pas forcément synonymes d'une perte de crédibilité ou de contrôle sur les attentes d'inflation. Selon M^{me} Baudot-Trajtenberg, ce résultat est possible si les décideurs communiquent clairement leur volonté d'être patients tout en ayant recours à divers outils ciblés afin de démontrer qu'ils prennent les devants pour maintenir un contexte général (c.-à-d. à long terme) de stabilité des prix. Dans le cas d'Israël, ces outils comprennent notamment des taux d'intérêt presque nuls, des indications prospectives de nature non conditionnelle et une intervention sur le marché des changes. L'exemple israélien donne aussi à penser qu'une modification de la cible d'inflation n'est pas nécessaire s'il n'y a pas de « signes probants » qu'elle n'est plus au bon niveau, notamment des signes d'une faiblesse marquée de l'activité économique réelle. M^{me} Baudot-Trajtenberg ajoute que la politique monétaire doit certes tenir compte des conditions financières comme les taux d'intérêt à long terme et les taux de change, mais que les banques centrales doivent également maintenir une orientation prospective, communiquer clairement et régulièrement leurs points de vue sur les données contradictoires, et ne pas céder aux pressions dictées par la « dernière mode ».

Athanasios Orphanides, ancien gouverneur de la Banque centrale de Chypre et membre du Conseil des gouverneurs de la BCE, prend le contre-pied des autres spécialistes invités qui exhortent la Banque à publier la trajectoire future des taux d'intérêt, en déclarant qu'une telle mesure ne devrait être envisagée que lorsque les taux d'intérêt égalent ou avoisinent la valeur plancher. M. Orphanides, qui enseigne aujourd'hui à l'École de gestion Sloan du Massachusetts Institute of Technology, est d'avis que, sur le plan de l'efficacité des communications, il s'avère plus important d'élaborer de façon claire une politique monétaire systématique et prévisible que de publier une trajectoire des taux ou d'autres types d'indications prospectives. À titre d'exemple, il mentionne que la Banque a expliqué sa fonction de réaction tributaire des données de façon suffisamment satisfaisante pour que les participants au marché aient envisagé un probable relèvement du taux directeur en septembre à la suite de l'enregistrement inattendu d'un taux de croissance annualisé du PIB de 4,5 % au deuxième trimestre. Il affirme que la publication d'une prévision de taux aurait pu être interprétée de façon trop rigoureuse pour qu'une telle nouvelle soit bien assimilée.

Il ajoute par ailleurs que, si la cible d'inflation de 2 % de la Banque et l'approche symétrique suivie pour l'atteindre sont « on ne peut plus claires », les objectifs d'inflation de la BCE sont quant à eux bien plus sujets à interprétation et, donc, propices à un « pouvoir discrétionnaire préjudiciable » ou même à des pressions politiques. Pour améliorer la communication, il suggère que la Banque décrive plus précisément dans le RPM l'ampleur des variations inattendues de la croissance ou de l'inflation qui pourraient pousser les décideurs à modifier les taux d'intérêt.

M. Orphanides et l'orateur suivant, Stephen Williamson, titulaire de la chaire sur les banques centrales Stephen A. Jarislowsky de l'Université Western Ontario et ancien vice-président de la Réserve fédérale de St. Louis, estiment qu'il n'existe pas assez d'éléments probants permettant de conclure que la Banque doit apporter des changements importants au régime actuel de ciblage de l'inflation.

M. Williamson mentionne que les indications prospectives d'après-crise de la Réserve fédérale furent un « fiasco », car elles changeaient sans cesse. Selon lui, cet état de fait s'explique en partie par le système de comité de la politique monétaire en vigueur à la Fed, où la teneur des indications tient davantage de la tentative de certains membres votants de « lier » leurs collègues à une position que d'un message clair adressé au public.

Dernier orateur à intervenir lors de cette séance, Paul Tucker, ancien sous-gouverneur à la Banque d'Angleterre et aujourd'hui chercheur à la John F. Kennedy School of Government de l'Université Harvard, estime judicieux de revoir le cadre et les outils utilisés par la Banque même s'il s'avère inutile d'apporter d'énormes changements. Il en est ainsi parce que la Banque devra sans doute faire face à une autre récession à un moment où le taux directeur sera encore « assez près » de zéro, et, quoi qu'il en soit, il faudra probablement beaucoup de temps pour ramener l'inflation à la cible de manière durable dans le contexte mondial actuel.

Pour améliorer le cadre dont se sert la Banque, M. Tucker recommande d'être plus précis sur les critères susceptibles d'être utilisés par l'institution pour contrer les déséquilibres financiers, et, éventuellement, de renforcer les mécanismes par lesquels elle pourrait recommander officiellement aux organismes de réglementation de prendre des mesures macroprudentielles au lieu de recourir à la politique de la Banque. Toutefois, il déconseille de passer au ciblage du niveau des prix ou au ciblage du PIB nominal à défaut d'une forte conviction et d'indications concluantes que le régime actuel de ciblage de l'inflation ne suffirait pas lors d'une crise future.

La période de questions avec l'auditoire donne notamment lieu à une discussion en réponse à une question posée sur Twitter concernant les meilleures façons de recueillir l'opinion du public sur les mandats de la banque centrale, compte tenu du caractère potentiellement très technique du débat entourant les objectifs de la politique monétaire et les outils connexes.

M. Tucker indique que, pour la Banque d'Angleterre, les témoignages devant le Comité du Trésor de la Chambre des communes sont le meilleur vecteur pour communiquer au public ses réflexions sur la politique monétaire. Il souligne aussi l'importance de communiquer de façon accessible et de veiller à ce que certains messages véhiculés dans les discours soient repris par les médias. Parallèlement, il soulève la question de l'utilité de Twitter et des blogues sur Internet pour communiquer des thèmes ou arguments subtils et évoluant lentement.

Mentionnant des programmes de la Réserve fédérale, comme le « Fed Econ Ed » (qui vise à renseigner le public dans les domaines des finances personnelles et de l'économie), et les

visites dans des établissements d'enseignement de tous niveaux, M. Williamson insiste sur l'importance d'envoyer des dirigeants ou des membres du personnel expliquer la politique monétaire au grand public. Dans un même ordre d'idées, M. Orphanides affirme que les banques centrales doivent en faire plus pour accroître le niveau d'information du public ainsi que sa compréhension des questions financières et économiques. Quand le public aura de meilleures connaissances en économie et en finance, explique-t-il, il sera plus facile d'accroître le nombre d'intervenants dans le débat sur les préférences au sujet des objectifs de la banque centrale.

Mot de clôture

Dès la fin de la quatrième séance et de la période de questions avec l'auditoire, la première sous-gouverneure, Carolyn A. Wilkins, qui supervise les travaux de recherche à la Banque en vue du renouvellement de 2021, prononce le mot de clôture.

Dans un premier temps, elle rappelle que le régime de ciblage de l'inflation de la Banque fonctionne bien et que la barre demeure placée très haut pour que d'importantes modifications y soient apportées.

Toutefois, revenant sur les thèmes abordés durant la journée par les spécialistes invités et l'auditoire, la première sous-gouverneure Wilkins déclare qu'il conviendra certainement d'étudier les avantages et les inconvénients d'un recours accru à la « flexibilité » offerte par un régime flexible de ciblage de l'inflation. Par exemple, il est important d'entreprendre des recherches à propos de l'incidence que pourrait avoir sur les attentes d'inflation le fait pour la Banque de prendre, plus régulièrement, davantage de temps pour atteindre la cible d'inflation. Et, dans le même ordre d'idées, poursuit-elle, il convient d'examiner les avantages et inconvénients qu'il y aurait à moins mettre l'accent sur l'atteinte du point médian de la fourchette cible de 1 à 3 %. Par ailleurs, elle souligne que la recherche sur le mode de formation des attentes d'inflation doit être intensifiée.

M^{me} Wilkins rappelle que la Banque a adopté le ciblage de l'inflation à une époque où l'inflation représentait véritablement le « dragon à pourfendre », soulignant que, compte tenu du taux d'inflation bas et stable observé ces dernières années, un cadre différent pourrait se révéler mieux adapté aux réalités actuelles et futures. En outre, depuis la crise, les banques centrales saisissent mieux le fait qu'un respect strict des règles de politique monétaire peut contribuer à l'accumulation de déséquilibres financiers. La baisse du taux d'intérêt neutre, les questions entourant l'efficacité de la politique monétaire lorsque les taux sont à leur valeur plancher et les chocs d'offre comme ceux résultant peut-être de l'avènement de l'économie numérique, tous ces éléments font qu'il est plus ardu ou moins raisonnable de mettre l'accent sur l'atteinte d'une cible d'inflation de 2 %. La Banque pourrait étudier si la crédibilité qu'elle a acquise au cours des 25 dernières années pourrait faciliter la transition vers un nouveau régime, comme le ciblage du niveau des prix ou du PIB nominal, déclare-t-elle.

À la lumière des sujets abordés dans le présent atelier, qui illustrent les limites de ce que peut accomplir la politique monétaire à elle seule, M^{me} Wilkins fait entendre la position de la Banque dans le débat entourant la possibilité d'une plus grande concertation entre les autorités monétaires et les autorités budgétaires et macroprudentielles. Elle soutient qu'il est important de réfléchir au « dosage optimal », faisant remarquer que la politique monétaire est « neutre à

long terme » et non conçue pour corriger les problèmes structurels au sein de l'économie. Les questions concernant le rôle joué par les politiques budgétaires et structurelles dans la réalisation des objectifs d'inflation et, à terme, dans le relèvement du taux d'intérêt neutre pourraient gagner en importance, déclare-t-elle.

Les diverses opinions exposées lors de cet atelier, ainsi que les autres discussions qui auront lieu dans les mois et années à venir, seront déterminantes pour aider la Banque à préciser ses questions de recherche en vue du renouvellement de 2021, conclut M^{me} Wilkins. « La discussion d'aujourd'hui a grandement contribué à définir les points de divergence de manière à nous permettre d'aller de l'avant. »