



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Mot de clôture<sup>1</sup> prononcé par Carolyn A. Wilkins**  
**Première sous-gouverneure de la Banque du Canada**  
**Atelier « 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**

---

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

## **Introduction**

Quelle journée d'échanges animés et constructifs! Je ne suis pas étonnée de constater que nous sommes nombreux à penser que, tout compte fait, le ciblage de l'inflation a été un des ressorts essentiels d'une croissance économique soutenue et durable, non seulement au Canada, mais partout ailleurs.

En même temps, peu d'entre nous dans cette salle iraient jusqu'à dire que le régime de ciblage de l'inflation est parfait et que ce serait une perte de temps de s'intéresser sérieusement à d'autres possibilités.

Ce qu'il y a de bien avec le régime canadien, c'est que nous renouvelons notre entente avec le gouvernement fédéral tous les cinq ans. Cette fréquence nous impose de prendre du recul et de sortir des schémas de pensée habituels pour nous pencher sur des questions fondamentales. Le régime de ciblage de l'inflation tel que nous le connaissons aujourd'hui reste-t-il ce que la Banque du Canada peut faire de mieux pour favoriser la prospérité économique et financière du pays?

Nous vous avons invités, vous – experts du Canada et d'ailleurs –, à venir enrichir notre réflexion de vos différents points de vue et à engager le débat sur

---

<sup>1</sup> Par souci de clarté pour les lecteurs qui n'assistaient pas à l'atelier, le texte de l'allocation a été revu et corrigé.

cette question. À l'aune de ce seul critère, cet atelier est manifestement une réussite.

Je ne vais pas tenter de résumer tout ce dont nous avons discuté aujourd'hui. Je reviendrai par contre sur trois grands thèmes qu'il apparaît particulièrement utile d'approfondir :

- le choix du cadre de conduite de la politique monétaire;
- l'articulation de la politique monétaire et d'autres politiques, en particulier les politiques macroprudentielle et budgétaire;
- la forme et le degré approprié de transparence et de communication pour les banques centrales.

## 1. Enjeux liés au choix du cadre de conduite de la politique monétaire

À l'ouverture de cette journée, ce matin, beaucoup d'entre vous n'ont pu résister à la tentation de faire un retour en arrière. C'est compréhensible si l'on considère que certains dans cette salle étaient sans doute encore sur les bancs d'école en 1981, à l'époque où l'inflation au Canada frisait les 13 %. L'inflation était certainement l'hydre à vaincre dans les années 1980. Nombreux étaient ceux qui s'efforçaient alors de chercher comment remplacer ou, à tout le moins, améliorer le cadre de conduite de la politique monétaire existant. Le gouverneur Poloz était de ceux-là, tout comme bien d'autres que nous avons eu la chance d'avoir aussi parmi nous aujourd'hui.

Je peux vous dire qu'au moment où nous avons pris la décision d'opter pour le ciblage de l'inflation, personne n'était absolument certain qu'il produirait l'effet souhaité. L'incertitude entourant l'efficacité du mécanisme et les délais de transmission à l'économie nous préoccupaient, entre autres choses. Si nous ne doutons plus aujourd'hui du pouvoir de la crédibilité et des attentes, ce n'était pas tout à fait le cas à l'époque. Il y avait donc quelque chose qui tenait de l'acte de foi dans l'analyse réalisée. Ce saut dans l'inconnu a été facilité parce que la nécessité de s'occuper du problème ne faisait aucun doute.

Nul ne semble penser que nous sommes actuellement aux prises avec ce genre d'hydre; telle est, en tout cas, l'impression que j'ai eue aujourd'hui. Par contre, j'ai entendu les craintes exprimées sur plusieurs questions qui se posent avec plus d'acuité depuis la crise financière :

- Le ciblage de l'inflation, en particulier le ciblage exclusif de l'inflation, peut contribuer à l'accumulation des déséquilibres financiers.
- Le taux d'intérêt neutre actuellement bas pourrait rendre plus ardu le retour à une cible de 2 %.
- En raison des chocs d'offre, comme ceux résultant de l'avènement de l'économie numérique, il pourrait être plus difficile, voire déraisonnable, de tenter d'atteindre à tout prix une cible de 2 %.

Certaines des options examinées aujourd'hui visent à répondre à ces préoccupations, et beaucoup d'idées qui sont ressorties de la discussion méritent d'être approfondies dans le cadre de notre programme de recherche.

La première de ces idées concerne la flexibilité du régime de ciblage de l'inflation actuel de la Banque. La cible d'inflation même n'a pas changé depuis 25 ans, mais nous avons prévu une marge de flexibilité accrue dans notre cadre en ce qui touche l'horizon que nous devrions viser pour le retour de l'inflation à la cible. Nous avons estimé que cette flexibilité pourrait s'avérer particulièrement utile dans les cas où un retour plus progressif à la cible pourrait contribuer à renforcer la stabilité financière, et reconnu ce faisant la place de la stabilité financière dans notre approche axée sur la gestion des risques.

À l'heure actuelle, la question qu'il convient de se poser est la suivante : quels sont les avantages et les inconvénients d'un recours accru à cette flexibilité, notamment en ce qui concerne l'ancrage des attentes? Et, dans un même ordre d'idées, quels avantages et inconvénients y aurait-il à moins mettre l'accent sur le point milieu de la fourchette cible de 1 à 3 %? Ce sont là des questions de recherche intéressantes.

Une deuxième idée qui a été avancée a trait aux autres cadres qui réduiraient la probabilité de se heurter à la contrainte imposée par la valeur plancher des taux d'intérêt. Parmi les solutions envisagées, l'une consistait à modifier le niveau de la cible d'inflation, le passage à un régime de ciblage du niveau des prix en était une autre. Nous avons entendu de nombreux arguments pour et contre l'une et l'autre de ces propositions.

Une des principales préoccupations, notamment en ce qui touche le ciblage du niveau des prix, concerne l'efficacité du régime s'il se révélait trop complexe pour que les gens en comprennent le fonctionnement. Ce sont des inquiétudes bien réelles. Et comme la barre avant qu'un changement n'intervienne est placée très haut, nous devons intensifier la recherche sur le mode de formation des attentes d'inflation pour enrichir le débat. Il nous faut aussi nous interroger sur la capacité de la Banque d'user de la crédibilité qu'elle s'est forgée au cours des 25 dernières années pour faciliter la transition à un nouveau régime.

Certains sont d'avis qu'une monnaie numérique émise par une banque centrale permettrait de mieux répondre aux difficultés liées à la valeur plancher des taux d'intérêt nominaux en facilitant la mise en œuvre d'une politique de taux nominaux négatifs. Ce raisonnement tient la route en théorie, mais je me demande jusqu'à quel point l'émission d'une monnaie numérique par la banque centrale permettrait, dans les faits, de remédier au problème de la valeur plancher. Cette question reste entière sans de plus amples travaux et tout dépend de l'importance des bienfaits que pourrait apporter le passage des taux d'intérêt nominaux en territoire négatif. D'autres enjeux complexes entourant l'émission de monnaies numériques par les banques centrales qui méritent que l'on s'y arrête ont aussi été abordés aujourd'hui, comme celui de savoir qui devrait avoir accès au bilan de la banque centrale. Il va sans dire que la Banque continuera de s'intéresser à ces questions.

Nous avons également discuté de l'élargissement du mandat à un objectif portant sur une variable économique, et que l'on qualifie alors de « double mandat », ou d'une forme quelconque du régime de ciblage du revenu nominal. Ces approches pourraient être utiles quand la « divine coïncidence » – la présence simultanée d'un niveau d'inflation bas et stable et d'un taux de chômage bas et stable – ne se réalise pas. Là encore, ce n'est pas simple, car ces régimes peuvent être à l'origine de tensions liées à l'indépendance de la banque centrale.

Il y a peut-être d'autres avantages associés à ces approches qu'il conviendrait d'étudier plus avant. Il suffit de songer à la façon dont les effets désinflationnistes de chocs d'offre favorables peuvent se traduire par de bas taux d'intérêt susceptibles d'accroître les déséquilibres financiers en régime de pur ciblage de l'inflation. Nous avons été témoins d'un tel choc, alors que les importations bon marché en provenance de la Chine affluaient dans les années 2000. Le ciblage du PIB nominal pourrait être une bonne chose dans ces cas-là. Puisque le taux de croissance du PIB nominal correspond à la somme de l'inflation et du taux de croissance du PIB réel, une inflation plus faible contrebalancée par une activité économique plus vigoureuse se solderait par un taux de croissance du PIB nominal à la cible.

Le choix du bon cadre n'est pas une décision qui se prend à la légère. J'ai été heureuse d'entendre les gens nous faire part des considérations qui devraient orienter nos travaux. Nous voulons bien évidemment d'un cadre qui permet de stabiliser l'économie sans accroître les inégalités et qui est efficace quand le taux d'intérêt neutre est bas.

## 2. Enjeux liés à la coordination des politiques

Ceci m'amène au deuxième ensemble d'enjeux. Le bas taux d'intérêt neutre soulève la question du dosage optimal des politiques. Il existe un abondant corpus de recherches sur l'efficacité de la politique budgétaire lorsque le taux directeur se situe à sa valeur plancher. On a longuement fait état de l'importance du rôle des politiques macroprudentielles et microprudentielles dans la prévention d'une croissance excessive du crédit et de l'accumulation des déséquilibres financiers, avant même que la mise en œuvre de la politique monétaire ne soit envisagée. On peut difficilement être en désaccord avec ce point de vue.

Cette voie de recherche constitue un élément essentiel d'une question plus fondamentale soulevée aujourd'hui : le dosage optimal des politiques monétaire, macroprudentielle et budgétaire, soit celui qui permet le retour de l'économie à son plein potentiel. Je conçois ici la politique budgétaire au sens large du terme en incluant les politiques contracycliques, les stabilisateurs automatiques et les politiques structurelles.

Différents dosages de politiques pourraient conduire à des résultats macroéconomiques similaires à court et à moyen terme, mais dissemblables à plus d'un titre à plus long terme. Le fait qu'une hausse de l'endettement dans le secteur privé ou public puisse en résulter, ou que les écarts de revenus et de

richesse puissent diminuer ou s'élargir peut avoir de l'importance quand vient le temps de choisir entre des mesures non traditionnelles de politique monétaire (comme l'assouplissement quantitatif) et des mesures de politiques budgétaires.

La question du dosage optimal des politiques budgétaire et monétaire était un thème de prédilection pour les chercheurs dans les années 1970 et 1980. L'intérêt pour le sujet s'est émoussé, car on croyait avoir trouvé la solution. Il était généralement admis qu'elle se trouvait dans le ciblage de l'inflation assorti d'un point d'ancrage monétaire, ce qui impliquait que l'autorité monétaire pouvait simplement considérer la politique budgétaire comme une donnée du problème. C'est une solution qui peut donner d'excellents résultats en temps normal, mais plusieurs facteurs dont nous avons traité aujourd'hui justifient de poursuivre la recherche dans ce domaine.

Le premier de ces facteurs, que j'ai déjà mentionné, est le taux d'intérêt neutre et les limites de la politique monétaire en présence de chocs négatifs. Nous pouvons débattre de l'évolution de ce taux dans l'avenir, mais à l'heure actuelle, il est indéniablement plus bas qu'avant.

La question du pouvoir des taux d'intérêt négatifs, de l'assouplissement quantitatif et d'autres instruments non traditionnels fait encore débat, comme on a pu le voir aujourd'hui, de sorte que les questions entourant le besoin croissant de politiques budgétaires de stabilisation pourraient retenir davantage l'attention. Il en va de même de la capacité des politiques structurelles de hausser le taux de croissance potentielle de l'économie. Comme de nombreux intervenants l'ont fait remarquer à juste titre aujourd'hui, la politique monétaire – qui est neutre à long terme – ne peut corriger les problèmes structurels.

La question du dosage optimal des politiques se pose avec d'autant plus d'acuité que le contexte de taux d'intérêt durablement bas et les politiques monétaires non traditionnelles pourraient entraîner des vulnérabilités pour le système financier, parce que leur transmission s'opère par le canal du crédit. C'est un point de vue qui a été plusieurs fois présenté aujourd'hui.

Il me semble que pour faire avancer le débat entourant le rôle que peut jouer la politique monétaire dans la résorption des déséquilibres financiers, il convient d'avoir une meilleure compréhension de l'efficacité des politiques macroprudentielles. Il nous faut savoir comment ces dernières interagissent avec la politique monétaire et de quelle manière des autorités aux mandats distincts pourraient coordonner efficacement leurs efforts.

La coordination des politiques en temps réel soulève des questions touchant la gouvernance pour des décideurs investis de mandats clairs et autonomes. Comment pouvons-nous favoriser le respect de cette clarté des mandats respectifs dans l'analyse de différents dosages des politiques? Une voie possible consisterait à axer la recherche sur la coordination non pas des réactions aux chocs cycliques, mais de la formulation des cadres mêmes. Des cadres complémentaires permettraient à la fois d'atteindre de meilleurs résultats et de préserver l'indépendance de la banque centrale dans son utilisation de l'instrument de politique monétaire.

La plupart des économistes seraient d'avis que nous avons besoin de meilleurs modèles pour répondre aux questions que je viens de soulever. Des progrès importants ont été réalisés au fil des ans, mais il faut faire plus. Il nous faut impérativement mieux modéliser les liens entre l'économie réelle et la sphère financière. Il sera tout aussi important de comprendre comment les attentes se forment, ainsi que de mesurer le degré d'hétérogénéité des revenus des ménages, de la richesse et de la taille des entreprises.

### 3. Enjeux liés à la transparence et aux communications

Un troisième ensemble de questions, omniprésent dans le cadre de cet atelier, concerne la transparence et les communications.

Nous sommes tous d'accord sur le fait que les banques centrales doivent faire preuve de clarté et de transparence. De fait, pour bon nombre de banques centrales, la communication s'est mutée en instrument de politique monétaire à part entière. Le débat a porté aujourd'hui sur l'enjeu du degré de transparence et de la forme que celle-ci devrait prendre. Des conseils forts utiles ont été formulés à cet égard durant cet atelier. Certains ont conseillé aux banquiers centraux de publier régulièrement la trajectoire future de leurs taux directeurs ou à tout le moins de donner des indications prospectives, de nature conditionnelle, sur les taux d'intérêt. D'autres ont recommandé que les banques centrales répètent leurs messages plus fréquemment et étayent davantage leur point de vue sur la situation économique. D'autres encore ont mis en garde contre le fait qu'un surcroît d'information pourrait dissuader les participants aux marchés de produire leurs propres analyses.

On nous a présenté aujourd'hui des résultats d'enquête montrant que les universitaires sont généralement favorables à un plus grand degré de transparence que les praticiens. La discussion a permis de mettre en lumière leurs principaux points de divergence. D'emblée, la gravité même du problème ne fait pas l'unanimité. Il serait bon de savoir si le fait d'accroître la transparence dans le sens des propositions qui ont été avancées conduirait à de meilleurs résultats du point de vue de la production, de l'emploi, de l'inflation et des autres variables économiques qui nous intéressent.

Les avis diffèrent aussi sur la question de savoir si l'on gagne en clarté en faisant preuve de plus de transparence à l'égard de la trajectoire future des taux d'intérêt dans un environnement en constante évolution. Les praticiens sont conscients que leurs prévisions ne seront pas toujours précises et qu'il leur faudra corriger le tir à la lumière des données nouvelles. Chose certaine, les modèles économiques peuvent faciliter l'analyse des effets de l'évolution de la situation, mais ils ne peuvent faire disparaître l'incertitude. Dans cet ordre d'idée, il convient de se demander dans quelle mesure le caractère conditionnel des indications prospectives serait bien compris par les participants au marché.

Le dernier point de divergence tenait à l'arbitrage entre les avantages d'une plus grande clarté et le coût que représente la perte de l'information apportée par les marchés qui découle du dévoilement à l'avance de ce que vous entendez faire.

Nous cherchons constamment des façons novatrices de communiquer, et cet atelier a apporté de nombreux éléments utiles à notre réflexion.

### La voie à suivre

Nous avons écouté ce que vous, experts du monde entier et de différents domaines, estimez être les principaux enjeux touchant les cadres de politique monétaire. Vous nous avez proposé de nombreuses pistes de réflexion sur la meilleure façon de nous acquitter de notre mandat : favoriser la prospérité économique et financière du Canada.

Un grand nombre de questions auxquelles il est difficile de répondre ont été abordées concernant le cadre même, la coordination des politiques et la transparence. Je remercie ceux qui ont participé en personne et ceux qui nous ont regardés en direct. Je voudrais aussi exprimer mes remerciements à Larry Schembri pour avoir organisé cet atelier.

Les conclusions de cet atelier et d'autres échanges serviront à entamer l'élaboration de notre programme de recherche, dès cet automne. Nous nous en inspirerons pour préciser les questions auxquelles il convient de répondre en prévision du renouvellement de l'entente sur le ciblage de l'inflation, en 2021. Nous ne voulons rien précipiter – nous voulons garder toutes les options ouvertes pour le moment. Vous pourrez suivre nos progrès à mesure que nous publierons les résultats de nos travaux dans notre site Web.

Maintenant que nous avons instauré un dialogue avec vous, vous vous demandez peut-être comment vous pourriez apporter la contribution la plus constructive qui soit : restez en contact, poursuivez vos travaux de recherche et d'analyse si c'est ce que vous faites dans la vie et dites-nous ce que vous pensez des nôtres.

Quant à nous, nous continuons de mener nos recherches et restons à l'écoute.