



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

VERS 2021 : EXAMEN DU CADRE DE CONDUITE DE LA POLITIQUE
MONÉTAIRE

Discours prononcé par Lawrence Schembri
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Manitoba Association for Business Economists
Winnipeg (Manitoba)
15 février 2018

Ancrer les attentes : l'approche du Canada en matière de stabilité des prix

Introduction

Merci de m'avoir invité à prendre la parole devant vous aujourd'hui, dans la ville natale de James Coyne.

M. Coyne, qui est décédé en 2012, a été gouverneur de la Banque du Canada de 1955 à 1961. Pendant son mandat, il a soutenu que la stabilité des prix devrait être la plus importante fonction de la politique monétaire.

Ce principe – la stabilité des prix – constitue maintenant la pierre angulaire des cadres de politique monétaire adoptés partout dans le monde. En pratique, on assure la stabilité des prix en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

Notre mandat, à la Banque du Canada, consiste à « favoriser la prospérité économique et financière » du pays. Et, comme l'ancien gouverneur Coyne, nous croyons que la maîtrise de l'inflation est la principale contribution que la politique monétaire peut apporter à l'atteinte de cet objectif.

Notre cadre actuel de conduite de la politique monétaire s'appuie sur une cible d'inflation explicite et un taux de change flottant. Nous avons défini cette cible dans une entente conclue avec le gouvernement fédéral en 1991, entente qui est renouvelée tous les cinq ans depuis 2001.

Ce cadre nous a permis d'ancrer les attentes d'inflation, d'atteindre un taux d'inflation bas et stable, et de favoriser une croissance durable de l'emploi et de l'économie.

Je tiens à remercier Robert Amano et Thomas Carter de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 15 février 2018
à 13 h 30, heure de l'Est

Trois grands facteurs ont contribué à la crédibilité et au succès du cadre.

Premièrement, nous disposons d'un régime de ciblage de l'inflation clair, simple et bien compris, avec pour point central la cible de 2 %. Deuxièmement, le cadre jouit d'une légitimité politique, il est cohérent avec les autres politiques publiques et sa mise en œuvre repose sur des outils efficaces. Troisièmement, nous appliquons un processus d'examen en bonne et due forme pour améliorer constamment ce cadre qui suscite l'admiration de beaucoup de nos pairs. C'est notamment pour cette raison qu'on nous a récemment décerné le prix de la banque centrale de l'année.

Mon discours d'aujourd'hui est le premier d'une série d'exposés que mes collègues et moi donnerons au cours des quatre prochaines années, alors que nous amorçons notre examen du cadre en prévision du renouvellement de la cible d'inflation, en 2021.

Je vous entretiendrai d'abord de notre expérience – et de celle de nombreuses autres banques centrales – relativement à l'inflation dans les années 1970 et 1980, et des leçons que nous avons tirées de cette période où nous avons tenté de maîtriser l'inflation. J'expliquerai comment et pourquoi la Banque a intégré une cible d'inflation à sa politique monétaire. Je ferai un survol de l'incidence de cette politique sur l'inflation, des raisons de son efficacité et des processus novateurs et uniques que nous suivons pour veiller à maintenir cette efficacité. Enfin, je conclurai en parlant des évolutions importantes qui touchent les économies du monde entier. Le principal objectif de nos recherches, au cours des quatre années à venir, est de renforcer le cadre de conduite de la politique monétaire de manière à gérer les risques qui pourraient peser sur l'économie canadienne en raison de ces changements.

Recherche d'un point d'ancrage

Pour fixer les attentes au sujet de l'inflation, la politique monétaire a besoin d'un point d'ancrage nominal ou d'un point de repère constant. Pendant les années 1960, dans la plupart des pays, ce point d'ancrage était un taux de change nominal qui liait la valeur de la monnaie nationale au dollar américain¹. Ce régime de change, qu'on appelle « système de Bretton Woods », s'est effondré au début des années 1970, surtout en raison des pressions inflationnistes insoutenables qui s'exerçaient aux États-Unis. La politique monétaire ayant perdu son point d'ancrage, l'inflation et les attentes d'inflation ont monté en flèche, ce qui a été exacerbé par les importants chocs pétroliers. Certaines années, l'inflation a dépassé la barre des 10 % au Canada et dans d'autres économies avancées.

¹ Pour sa part, le dollar américain était convertible en or sur la base de 35 dollars américains l'once.

Une des grandes idées de Milton Friedman sur l'inflation veut que celle-ci est toujours et partout un phénomène d'ordre monétaire, ce qui a amené cet économiste à soutenir que la maîtrise du taux d'expansion monétaire pourrait être la clé d'un bas niveau d'inflation. Friedman a également insisté sur le fait que les attentes d'inflation sont influencées par la politique monétaire et qu'elles finissent par s'ajuster au niveau effectif de l'inflation. C'est pour cette raison, selon lui, qu'il n'y a pas d'arbitrage à long terme entre l'inflation et la production². Par conséquent, les banques centrales devraient se concentrer sur la maîtrise de l'inflation.

En 1975, la Banque a adopté une cible fondée sur la masse monétaire. Mais, en 1982, nous avons été forcés d'abandonner cette cible – ou plutôt cette cible nous a abandonnés, comme l'a déjà lancé l'ancien gouverneur Gerald Bouey – lorsqu'il est devenu évident que les innovations financières avaient affaibli la capacité de la Banque d'utiliser son taux directeur pour exercer un contrôle sur la masse monétaire et sur les dépenses globales³. Malheureusement, à ce moment-là, l'inflation et les attentes en la matière avaient augmenté. Les attentes étaient devenues tellement ancrées que l'inflation a diminué seulement à partir du moment où la Banque du Canada et la plupart des autres grandes banques centrales ont procédé à des hausses vigoureuses des taux d'intérêt au début des années 1980. Ces mesures ont fonctionné, mais elles se sont soldées en une grave récession à l'échelle mondiale.

Après cette désinflation, la Banque a envisagé diverses possibilités de nouveau point d'ancrage nominal qui soit viable⁴. Nous avons tenté de trouver un point de repère efficace, facile à mettre en œuvre et à communiquer, et qui aurait la confiance du public.

² Une analyse des attentes d'inflation et une courbe de Phillips verticale à long terme sont présentées dans M. Friedman (1968), « [The Role of Monetary Policy](#) », discours du président prononcé devant l'American Economic Association en 1967 et publié dans *The American Economic Review*, vol. 58, n° 1, p. 1-17.

³ La mesure de la masse monétaire ciblée était l'agrégat M1, qui comprend les composantes les plus liquides : les pièces de monnaie, l'argent comptant et les comptes de chèques. Les innovations qui ont compliqué l'atteinte de cette cible concernaient les services bancaires, y compris ceux destinés aux particuliers. Au cours des années qui ont précédé et suivi l'abandon de la cible, en 1982, des recherches exhaustives ont été menées pour trouver des mesures agrégées de l'offre de monnaie plus vastes qui pourraient être ciblées, mais aucune solution satisfaisante n'a été retenue. Pour un compte rendu de ces recherches, voir F. Caramazza, D. Hostland et S. S. Poloz (1990), « The Demand for Money and the Monetary Policy Process in Canada », *Journal of Policy Modeling*, vol. 12, n° 2, p. 387-426.

⁴ Parmi ces possibilités, on trouve différents agrégats monétaires ainsi que des mesures comme la dépense nominale, le taux de change et le niveau des prix. Voir P. Duguay et D. Longworth (1998), « Macroeconomic Models and Policy Making at the Bank of Canada », *Economic Modelling*, vol. 15, n° 3, p. 357-375.

À la fin des années 1980, John Crow, qui était alors gouverneur, a plusieurs fois soutenu dans ses discours que l'on devrait faire de la stabilité des prix *en soi* un objectif à long terme de la politique monétaire⁵. Le taux d'inflation était à l'époque autour de 5 % et personne ne savait avec certitude à quel taux on atteindrait la stabilité des prix. De plus, les théories à ce sujet n'étaient pas encore assez élaborées pour que l'on puisse prédire en toute confiance le résultat de la mise en œuvre d'une telle politique.

Il reste que l'idée de se servir du taux directeur pour cibler spécifiquement le taux d'inflation était prometteuse. Dans ces années-là, un seul autre pays, la Nouvelle-Zélande, avait tenté une telle approche en adoptant un régime de ciblage de l'inflation en 1990. Le Canada est devenu le deuxième pays à instaurer un tel régime l'année suivante, quand la Banque et le ministère des Finances ont annoncé la conclusion d'une entente relative au cadre de conduite de la politique monétaire qui favoriserait une diminution de l'inflation⁶. Cette entente a accordé à la Banque l'indépendance d'action nécessaire pour pouvoir utiliser les outils qui lui sont conférés par la loi en vue d'atteindre la cible d'inflation. L'entente convenait également qu'un « certain nombre de politiques des pouvoirs publics autres que la politique monétaire peuvent jouer un rôle important » dans la maîtrise de l'inflation⁷.

Depuis 1995, notre cible de maîtrise de l'inflation est restée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette de 1 à 3 %. De nombreuses autres banques centrales – 37 au total – ont maintenant elles aussi adopté une cible d'inflation. La plupart de ces institutions, surtout celles d'économies avancées, ont fixé leur cible à 2 %. L'expérience donne à penser qu'une cible de 2 % est suffisamment basse pour ne pas altérer considérablement la prise de décisions et le comportement des agents économiques, tout en laissant à la banque centrale la marge nécessaire pour réduire son taux directeur si l'économie était touchée par d'importants chocs défavorables. Puisqu'une cible de 2 % représente un juste équilibre entre ces considérations qui se font contrepoids, elle agit de façon symétrique. Autrement dit, la Banque se préoccupe autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur. La fourchette de 1 à 3 % reflète les variations normales de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), qui est assujettie à tout un éventail de chocs temporaires.

⁵ J. Crow (1988), *La politique monétaire à l'œuvre au Canada*, discours prononcé lors de la deuxième conférence commémorative Eric J. Hanson du département d'économie de l'Université de l'Alberta, Edmonton, 18 janvier.

⁶ L'entente prévoyait une trajectoire de réduction progressive du taux d'inflation, à 3 % avant la fin de 1992, à 2 1/2 % avant la mi-1994 et à 2 % avant la fin de 1995, mais elle n'établissait aucune cible précise par la suite. On présumait toutefois que l'expérience des quatre premières années aiderait à définir la cible, qui est restée à 2 % depuis. La cible correspond à l'inflation mesurée par l'IPC global, qui est calculé par Statistique Canada.

⁷ La *Loi sur la Banque du Canada* autorise le ministre des Finances à donner au gouverneur des instructions obligatoires en cas de divergence d'opinions irréconciliable au sujet de la politique monétaire. Aucun ministre n'a jamais fait usage de ce pouvoir. Y recourir serait très coûteux, du point de vue politique : les instructions doivent être rendues publiques et elles entraîneraient probablement la démission du gouverneur.

De tels chocs surviennent constamment et c'est pourquoi il est impossible d'atteindre en tout temps la cible de 2 %.

Notre objectif consiste à atteindre la cible en modifiant notre taux directeur, lequel a une influence directe sur les taux d'intérêt que les ménages et les entreprises paient sur leurs emprunts. Cela aide à faire correspondre la demande de biens et de services produits au pays à la capacité de l'économie de les fournir. En principe, si nous prévoyons que la demande globale excédera la production potentielle ou lui sera inférieure, nous relèverons ou nous abaisserons le taux directeur pour combler l'écart et maintenir l'inflation à la cible.

Comme je l'ai mentionné précédemment, l'autre pilier central de notre cadre de politique monétaire est un taux de change flottant déterminé par le marché. Ce taux remplit deux fonctions importantes : il permet au Canada d'établir sa propre cible d'inflation et il aide l'économie à s'ajuster aux chocs externes, en particulier les fluctuations des prix des produits de base.

Résultat

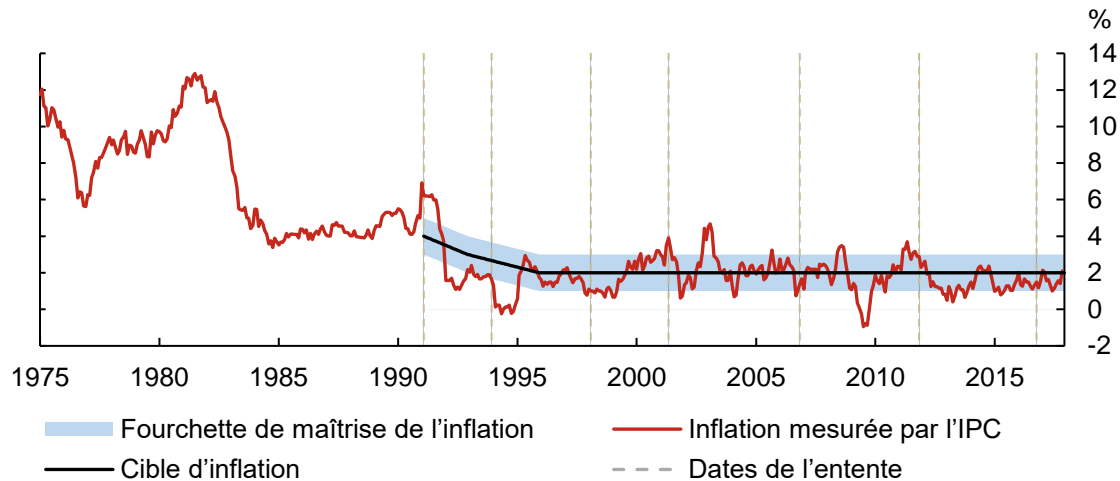
Il est rare qu'un instrument de politique publique produise des résultats supérieurs aux attentes. C'est pourtant bien ce qu'a fait, et que fait encore, notre cible de maîtrise de l'inflation.

Ces 27 dernières années, nous avons ramené l'inflation mesurée par l'IPC à un niveau proche de la cible de 2 %, et avons pu l'y maintenir sans jamais la voir s'établir durablement à l'extérieur de notre fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % (**Graphique 1**)⁸. Parce que l'inflation est demeurée si près de la cible de 2 %, elle a agi comme un point d'ancrage et un mécanisme de coordination, et a ainsi permis aux Canadiens de prendre de meilleures décisions et de mieux réussir sur le plan économique. En outre, les taux d'intérêt et la croissance de la production ont affiché une volatilité beaucoup moins élevée.

⁸ Voir le tableau 1 du document d'information [Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation](#) (octobre 2016).

Graphique 1 : Depuis 1991, l'inflation s'est essentiellement inscrite dans la fourchette de maîtrise de l'inflation

Inflation mesurée par l'IPC, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Dernière observation : décembre 2017

Nous avons tiré des leçons importantes de cette expérience.

Premièrement, la clarté et la simplicité de la cible de 2 % ont facilité les communications l'entourant et en ont fait un outil largement accepté, ce qui a aidé à accroître sa crédibilité.

Deuxièmement, à mesure que les attentes d'inflation se sont fermement ancrées à la cible de 2 %, la politique monétaire est devenue plus efficace (**Graphique 2**)⁹. Par exemple, pendant la crise financière mondiale de 2007-2008, si la Banque a pu réduire énergiquement son taux directeur et mettre en place des mesures de détente monétaire considérables, c'est parce que les attentes d'inflation étaient très bien ancrées. Ainsi, la baisse du taux directeur s'est traduite directement par une réduction similaire du taux d'intérêt réel, un effet nécessaire pour stimuler la demande¹⁰.

Troisièmement, plus nous réussissons à atteindre la cible, plus la politique monétaire devient crédible et plus les Canadiens sont convaincus que le taux d'inflation sera maintenu à la cible (**Figure 1**)¹¹. Cet effet de rétroaction qui

⁹ Selon Champagne et Sekkel, les chocs de politique monétaire ont une incidence légèrement plus forte sur la production après l'adoption d'un régime de ciblage de l'inflation. Voir J. Champagne et R. Sekkel (2017), [Changes in Monetary Regimes and the Identification of Monetary Policy Shocks: Narrative Evidence from Canada](#), document de travail du personnel n° 2017-39, Banque du Canada.

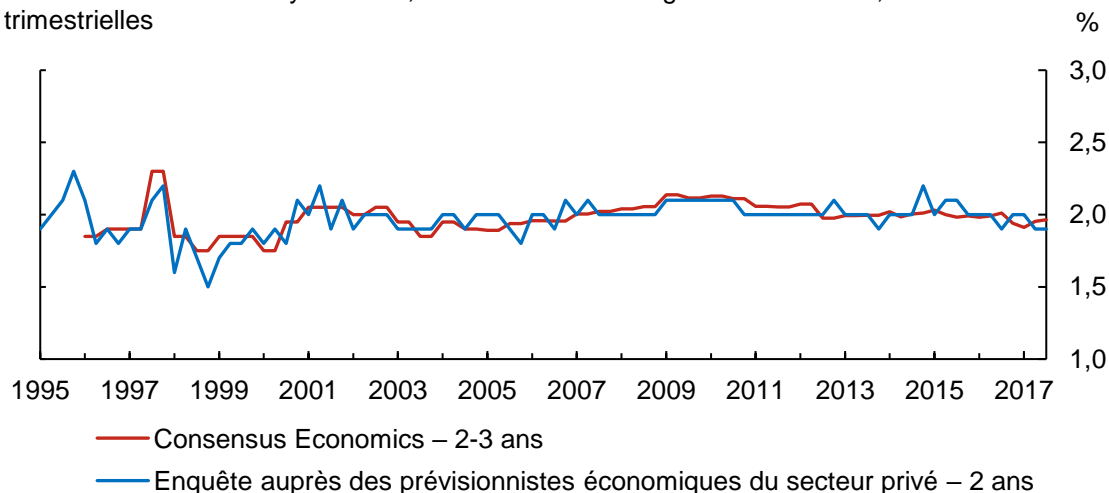
¹⁰ Les choses ne se sont pas toujours déroulées ainsi. Au début des années 1990, quand les attentes étaient moins bien ancrées, la Banque a eu du mal à réduire le taux directeur, de telles baisses entraînant une dépréciation marquée du taux de change.

¹¹ Pour des travaux récents sur l'incidence de la cible d'inflation sur les attentes en la matière au Canada, voir P. Beaudry et F. Ruge-Murcia (2017), « Canadian Inflation Targeting », *Revue*

s'autoalimente a été un des éléments essentiels nous ayant permis de maintenir l'inflation à la cible.

Graphique 2 : Les attentes d'inflation se sont bien ancrées au Canada

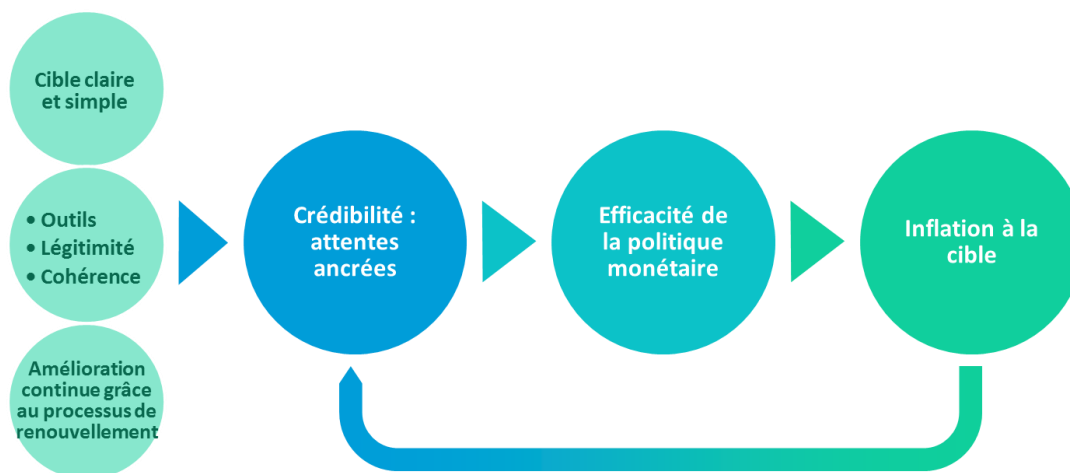
Attentes d'inflation à moyen terme, taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Consensus Economics et ministère des Finances Canada

Dernière observation : 2017T3

Figure 1 : L'ancrage des attentes et la réussite du régime de ciblage de l'inflation



Nous savons également que la crédibilité et la réussite de notre régime de ciblage de l'inflation dépendent dans une très large mesure de la cohérence des politiques macroéconomiques et financières en place au Canada. Pour être

canadienne d'économique, vol. 50, n° 5, p. 1556-1572, ainsi que J. Yetman (2017), « The Evolution of Inflation Expectations in Canada and the US », *Revue canadienne d'économique*, vol. 50, n° 3, p. 711-737.

efficace, la politique monétaire doit s'accompagner de politiques budgétaires viables ainsi que d'une réglementation et d'une supervision financières rigoureuses qui favorisent la stabilité financière.

Le ciblage de l'inflation a si bien fonctionné qu'il est facile de perdre de vue le chemin parcouru. On parle maintenant du taux d'inflation en dixième de points, plutôt qu'en points de pourcentage comme dans les années 1980, époque où l'inflation a parfois atteint 10 % par année. Parallèlement, il faut comprendre que quand l'inflation s'écarte constamment de la cible, ce qui est le cas depuis quelques années, les attentes d'inflation risquent de s'éloigner peu à peu de 2 %.

Examens et renouvellements

Si le ciblage de l'inflation était déjà très novateur, l'entente conjointe et le processus de renouvellement connexe l'ont été encore davantage. Avant chaque renouvellement, la Banque mène un programme de recherche avisé, rigoureux et transparent consacré à l'examen critique des questions importantes liées au cadre de politique. Nous ajustons et améliorons ensuite le cadre en fonction des résultats de cette analyse.

Nous nous penchons sur deux catégories de questions au cours du processus de renouvellement : les questions fondamentales et celles d'ordre opérationnel. Les questions fondamentales consistent notamment à évaluer la nécessité de modifier la cible de la politique monétaire et à déterminer la place des considérations liées à la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire¹². Les questions d'ordre opérationnel portent, entre autres, sur la façon de mesurer l'inflation sous-jacente ou l'inflation fondamentale.

L'efficacité de la politique aidant, les renouvellements se sont bien déroulés. Mais je peux vous assurer qu'ils ne vont pas de soi. Les questions que nous étudions sont fondées sur l'expérience en matière de politique monétaire, principalement au Canada, mais aussi dans d'autres pays, de même que sur des discussions et des travaux universitaires et liés à la politique monétaire. Nous procédons également à de vastes consultations, tout particulièrement auprès du ministère des Finances, ainsi que d'autres banques centrales, d'institutions responsables des politiques publiques et d'organisations du secteur privé. Toutes nos recherches et un document d'information complet sont publiés dans notre site Web.

Le processus de renouvellement a évolué au fil du temps, à mesure que nous avons approfondi notre compréhension du ciblage de l'inflation et acquis une expérience plus vaste en la matière. Nous n'avons pas apporté beaucoup de changements au cadre de conduite de la politique monétaire, mais nous avons su parfaire sa mise en œuvre. En particulier, le fait d'avoir une cible d'inflation bien comprise et crédible a favorisé – et même exigé – une plus grande

¹² Les questions fondamentales qui pourraient occasionner des changements de cap de la politique monétaire seraient intégrées à l'entente conjointe.

transparence des communications, puisque le public peut plus facilement tenir la Banque responsable des résultats de la politique monétaire¹³. Nous avons donc décidé en novembre 2000 d'adopter un système de huit dates préétablies par an pour annoncer les ajustements apportés à notre taux directeur¹⁴. Quatre de ces annonces sont associées à la publication de notre *Rapport sur la politique monétaire*, qui présente les perspectives d'évolution de l'économie mondiale et de l'économie canadienne ainsi que les risques qui entourent nos prévisions. À partir de cette année, les quatre autres annonces seront suivies d'un discours public prononcé par un membre du Conseil de direction.

J'aimerais maintenant vous donner un aperçu des questions sur lesquelles nous nous sommes penchés lors d'examens antérieurs¹⁵.

En 2011, nous nous sommes demandé si la cible de 2 % devait être abaissée, et en 2016, si elle devait être relevée. Avant de décider de modifier la cible d'inflation, il importe de trouver le juste équilibre entre deux considérations. D'une part, une inflation plus élevée est coûteuse sur le plan économique. Elle fausse le mécanisme des prix et est injuste socialement puisque beaucoup de personnes, surtout celles dont le revenu est faible ou fixe, sont moins à même de faire face à une inflation plus élevée. D'autre part, une montée de l'inflation, si elle était crédible (et c'est un « si » avec un grand « S »), serait conjuguée à une hausse du taux directeur neutre de la banque centrale. Il s'agit du taux d'intérêt observé lorsque la croissance de l'économie atteint son plein potentiel et que l'inflation se maintient à la cible. Il nous sert d'indice de référence pour évaluer le degré de détente monétaire en place et représente un point d'ancrage à moyen et à long terme pour le taux directeur.

Le niveau du taux neutre est important car, en cas de choc négatif, nous préférierions disposer d'une marge de manœuvre suffisante pour abaisser notre taux directeur en vue de stimuler l'économie sans que celui-ci risque d'atteindre zéro ou un niveau inférieur. Certaines banques centrales ont réduit leur taux directeur à des niveaux légèrement négatifs, mais ces niveaux semblent moins efficaces pour stimuler l'activité économique. Pour nos examens de 2011 et de 2016, nos recherches ont révélé que la cible de 2 % représente en gros un bon équilibre entre ces deux considérations, d'autant plus qu'elle est clairement comprise et très crédible.

Dans le cadre de ces deux examens, nous nous sommes aussi demandé à quel point il convenait d'intégrer dans la politique monétaire des considérations

¹³ Beaudry et Ruge-Murcia (2017) affirment que l'adoption d'une cible d'inflation a amélioré la gouvernance de la politique monétaire au Canada.

¹⁴ Auparavant, les décisions relatives au taux directeur étaient annoncées de façon plus ponctuelle, souvent à la suite des ajustements de taux d'intérêt effectués par la Réserve fédérale des États-Unis.

¹⁵ Voir [Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation : Document d'information – octobre 2016](#) et [Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : Document d'information – novembre 2011](#).

relatives à la stabilité financière. Les deux fois, nous en sommes arrivés à la conclusion que la politique monétaire ne devrait être utilisée que dans des circonstances exceptionnelles car elle est notre moyen le plus efficace d'atteindre la cible d'inflation, tandis que la politique macroprudentielle s'est révélée utile pour atténuer les vulnérabilités financières¹⁶. En outre, nous avons constaté que les réformes d'après-crise ont rendu le système financier beaucoup plus résilient. Nous savons que la stabilité financière est nécessaire pour assurer l'atteinte de la cible d'inflation de façon durable. Les banques centrales doivent par conséquent tenir compte de l'incidence que les variations des taux d'intérêt pourraient avoir sur cette stabilité et envisager de faire preuve de plus de souplesse quant à la période définie pour ramener l'inflation à la cible. De plus, des attentes d'inflation bien ancrées donnent une plus grande marge de manœuvre aux banques centrales pour délimiter un horizon « flexible ».

Enfin, en 2016, nous avons réexaminé la façon dont nous devrions mesurer l'inflation fondamentale. Nos recherches nous ont amenés à adopter trois nouvelles mesures. Aucune d'entre elles n'est parfaite mais, ensemble, elles nous permettent de faire une lecture beaucoup plus juste de la tendance fondamentale de l'inflation que les mesures précédentes¹⁷.

Vers 2021

Comme je l'ai mentionné, notre prochain renouvellement aura lieu en 2021. En ce début de processus, nous étudions les événements économiques récents qui pourraient nuire à la résilience de l'économie canadienne. Nous évaluons également les mesures qui pourraient être prises pour renforcer le cadre de politique monétaire afin de réagir aux chocs négatifs et d'accroître la résilience macroéconomique globale. Trois évolutions notables dans les économies avancées pourraient constituer un défi pour notre cadre.

Tout d'abord, nous avons assisté à une augmentation de l'endettement des ménages et de l'endettement public (**Graphique 3** et **Graphique 4**). Des taux d'intérêt avantageux ont encouragé les ménages à emprunter, et le niveau élevé de la dette publique est en grande partie une conséquence des mesures de relance mises en place durant la Grande Récession de 2008-2009. Dans les pays du G7, il reste maintenant moins de marge, en moyenne, pour stimuler la demande grâce aux emprunts.

Ensuite, au cours des 25 dernières années, nous avons observé une baisse graduelle des taux d'intérêt, y compris des rendements des obligations à long terme et, surtout, des estimations du taux d'intérêt neutre (**Graphique 5**)¹⁸. Cette

¹⁶ Voir T. Lane (2016), [Politique monétaire et stabilité financière : à la recherche des bons outils](#), discours prononcé à HEC Montréal, Montréal (Québec), 8 février.

¹⁷ Voir L. Schembri (2017), [Les fondements de l'inflation fondamentale](#), discours prononcé au département d'économie de l'Université Western à London (Ontario), 9 février.

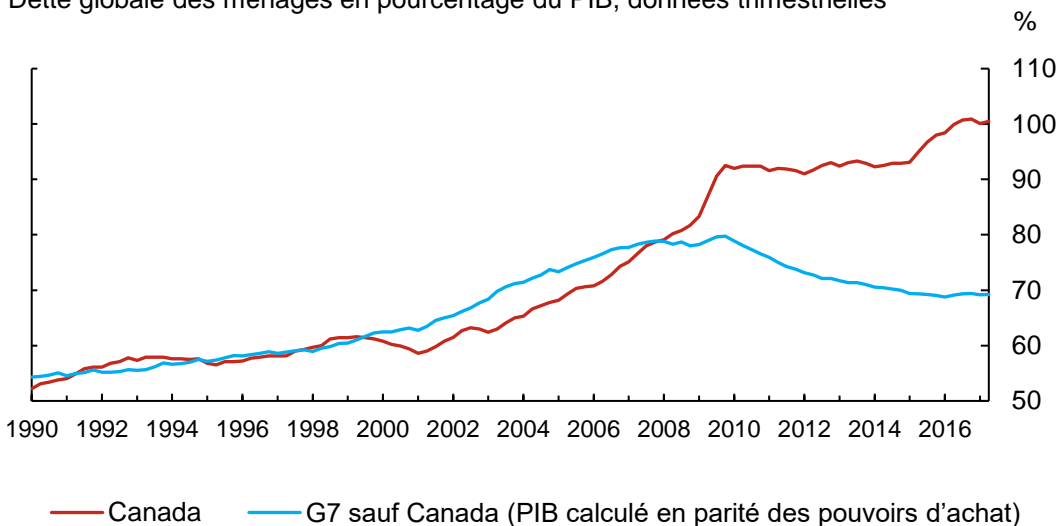
¹⁸ L'estimation actuelle du taux d'intérêt neutre produite par la Banque, qui a été présentée dans la livraison de janvier du [Rapport sur la politique monétaire](#), est de 2,5 à 3,5 % pour le taux neutre nominal, contre une fourchette de 3,0 à 4,0 % il y a un peu plus de trois ans.

diminution réduit la latitude dont les banques centrales disposent pour ajuster leur taux directeur.

Enfin, la croissance tendancielle de l'économie s'est inscrite en baisse en raison de forces fondamentales : une croissance plus lente de la population active, qui tient au vieillissement de la population, et le fléchissement de la croissance de la productivité du travail, qui est plus difficile à expliquer. L'expansion sous-jacente de l'économie devrait rester faible ou ralentir davantage. Par conséquent, les forces cycliques qui contribuent normalement à sortir une économie d'un ralentissement imprévu, à savoir les investissements des entreprises et l'investissement résidentiel ainsi que les achats de biens durables onéreux, peuvent être moins puissantes, en particulier lorsque les niveaux d'endettement sont élevés et que la confiance tarde à se redresser. Dans de telles circonstances, les autorités pourraient devoir adopter des mesures plus vigoureuses pour stimuler la confiance et la demande.

Graphique 3 : L'endettement des ménages a atteint des niveaux élevés au Canada et dans les pays du G7

Dette globale des ménages en pourcentage du PIB, données trimestrielles

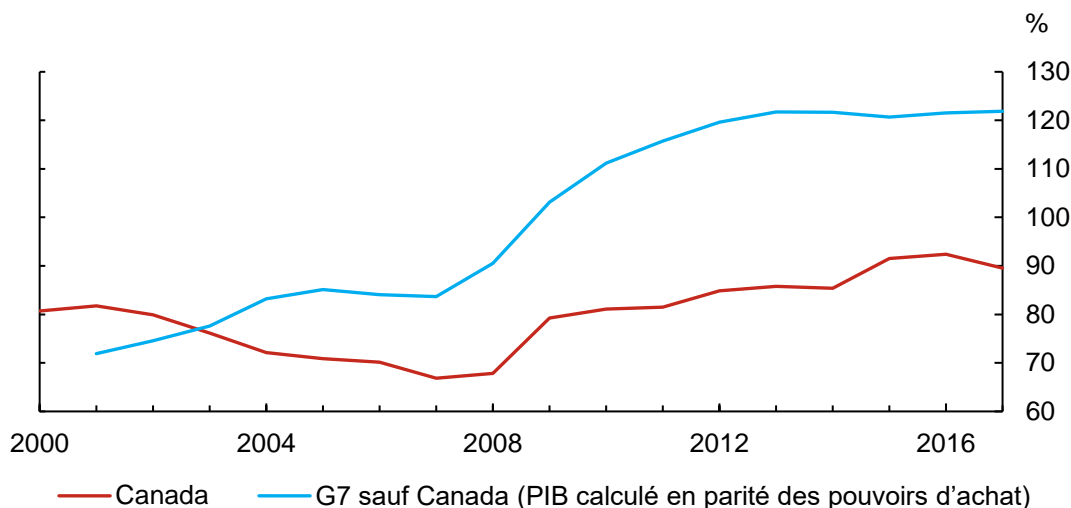


Source : Banque des Règlements Internationaux

Dernière observation : 2017T2

Graphique 4 : Les niveaux élevés de la dette publique dans les pays du G7 sont une conséquence des mesures de relance budgétaire mises en place après la crise

Dette brute des administrations publiques en pourcentage du PIB, données annuelles

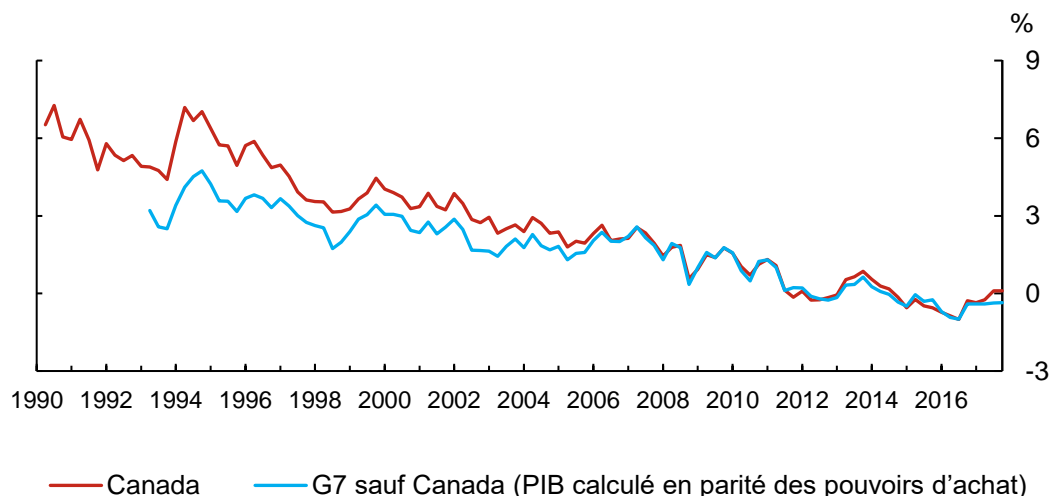


Source : Fonds monétaire international par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : 2017

Graphique 5 : Les taux d'intérêt réels ont diminué depuis 1990

Rendements réels des obligations d'État à long terme dans les économies avancées,



Sources : Bloomberg et Consensus Economics

Dernière observation : 2017T4

Les implications de ces évolutions pour les politiques publiques ont été au cœur de nos discussions en septembre 2017, lors d'un atelier public organisé par la Banque dans le but d'établir son programme de recherche pour le renouvellement de 2021. Nous avons invité des universitaires canadiens et

étrangers, des journalistes, des économistes du secteur privé, des groupes de réflexion et des représentants syndicaux afin qu'ils nous fassent part de leurs idées à l'égard de ce programme de recherche¹⁹.

Ces idées peuvent être regroupées en trois grandes catégories de questions concernant notre cadre de politique monétaire : son objectif, les outils disponibles pour atteindre cet objectif, et le rôle potentiel de la coordination des politiques. Permettez-moi de dire quelques mots sur chacune d'entre elles.

En ce qui concerne notre objectif, l'une des solutions envisagées par les participants consistait à passer à un régime de ciblage du niveau des prix. La politique monétaire viserait alors au fil du temps à maintenir non pas le niveau d'inflation, mais plutôt le niveau des prix, sur une trajectoire prédéfinie. Cela impliquerait de compenser les déviations passées par rapport à cette trajectoire, vraisemblablement de façon graduelle, au moyen de taux d'inflation plus élevés ou plus bas. Nous avons mené des recherches sur le ciblage du niveau des prix en vue du renouvellement de l'entente en 2011 et, en fin de compte, nous avons conclu que les avantages d'un régime de ce type ne l'emportaient pas de façon évidente sur les coûts et les risques associés à une telle transition. Nous avons toutefois également précisé que cette évaluation pourrait changer.

Qu'en est-il de nos outils? Ces dernières années, les banques centrales se sont servi de différents outils pour assouplir les conditions monétaires et stimuler la demande lorsque leur taux directeur touchait sa valeur plancher²⁰. Par exemple, nous avons pris, en 2009, un engagement conditionnel de laisser le taux directeur inchangé pendant un an, sauf en cas de changement des perspectives d'inflation. D'autres banques centrales ont également eu recours à de telles indications prospectives explicites ainsi qu'à des achats massifs d'actifs (en général des titres d'État) à cette fin. Des recherches plus approfondies sont nécessaires pour évaluer l'efficacité de ces outils et déterminer comment nous pouvons en tirer le meilleur parti.

Enfin, l'expérience vécue pendant la crise, au cours de laquelle des mesures de relance monétaire et budgétaire énergiques ont été adoptées, a mis en évidence les avantages de recourir simultanément à différentes mesures de politique publique. Bien que la politique monétaire soit généralement considérée comme l'outil d'intervention contracyclique le plus efficace, car elle permet de réagir lestement et prestement aux chocs défavorables, elle pourrait nécessiter l'appui d'autres politiques de manière plus fréquente à l'avenir. En effet, des études ont montré que lorsque les taux se situent à leur valeur plancher, les politiques budgétaires contracycliques, comme les stabilisateurs automatiques, et les

¹⁹ Les comptes rendus de l'atelier, ainsi que les discours et autres documents liés au renouvellement de 2021 et aux renouvellements antérieurs se trouvent à la page [Vers 2021 : examen du cadre de conduite de la politique monétaire](#).

²⁰ S. S. Poloz (2015), [Préparation prudente : l'évolution des politiques monétaires non traditionnelles](#), discours prononcé devant l'Empire Club of Canada, Toronto (Ontario), 8 décembre.

politiques discrétionnaires, telles que les dépenses d'infrastructure, sont très efficaces. Dans le cadre de notre entente avec le gouvernement fédéral, la Banque et le gouvernement ont tous deux pris un engagement à l'égard de la cible d'inflation. Par conséquent, l'entente implique que toutes les politiques économiques – y compris monétaire, budgétaire et macroprudentielle – peuvent fonctionner en complémentarité pour atteindre cet objectif²¹.

Une coordination plus explicite des politiques budgétaire et monétaire soulèverait des questions touchant la gouvernance pour le gouvernement et la Banque, compte tenu de nos mandats respectifs. Une idée intéressante a été avancée lors de l'atelier : axer nos recherches sur les mécanismes *ex ante* de coordination des politiques, car des cadres complémentaires permettraient d'obtenir de meilleurs résultats.

Conclusion

Permettez-moi maintenant de conclure.

L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation a été beaucoup plus réussie qu'escompté à l'origine. Avec le recul, nous constatons que nous avons sous-estimé à quel point l'ancrage des attentes d'inflation contribuerait à maintenir l'inflation près du taux visé.

Notre cadre de conduite de la politique monétaire continue de fonctionner, et même plutôt bien – l'inflation et les attentes d'inflation demeurent solidement ancrées. Les points forts du cadre sont les suivants :

- Il a pour élément central une cible claire, simple et bien comprise.
- Sa crédibilité est renforcée par l'entente conclue avec le gouvernement.
- Enfin, il est constamment amélioré lors du processus de renouvellement pour que nous puissions relever les défis que l'avenir nous réserve.

Un cadre solide accroît la résilience de l'économie et la rend plus résistante aux chocs défavorables. Le fléchissement marqué des prix du pétrole et des produits de base observé en 2014 et 2015 en est un bon exemple récent. Les réductions du taux directeur opérées en 2015 en réaction à ce choc nous ont permis de faciliter l'ajustement de l'économie et de ramener l'inflation à la cible.

Lors des prochains exposés de cette série axée sur l'examen de notre cadre de conduite de la politique monétaire, nous finaliserons et vous présenterons les questions de recherche sur lesquelles nous nous pencherons en vue du renouvellement de 2021.

²¹ Le gouverneur Stephen S. Poloz a décrit l'entente comme une forme « simple, mais élégante » de coordination des politiques monétaire et budgétaire. Voir S. S. Poloz (2016), [Dosage des politiques monétaire et budgétaire et stabilité financière : le moyen terme est encore le message](#), document d'analyse du personnel n° 2016-13, Banque du Canada.

Nous restons persuadés que la meilleure contribution que la Banque puisse apporter à l'amélioration de la tenue économique du Canada est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.