BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Stephen S. Poloz**
**Gouverneur de la Banque du Canada**
**Chambre de commerce du Grand Victoria**
**Victoria (Colombie-Britannique)**
**27 juin 2018**

# Soyons clairs : la transparence pour inspirer confiance et être compris

## Introduction

Je suis heureux d'être ici à Victoria, une ville située dans un cadre enchanteur et dont l'économie réussit à combiner tradition et nouveauté. Victoria profite de son statut de capitale provinciale et de ses attraits touristiques naturels. De surcroît, la haute technologie représente aujourd'hui le secteur d'activité privé le plus important de la ville.

La Banque du Canada conjugue elle aussi tradition et nouveauté. Pour ceux qui ne l'ont jamais vu, notre siège à Ottawa recèle, en son centre, un immeuble de granit dont la construction s'est achevée en 1938. Son architecture classique inspire un sentiment de sécurité et visait à bâtir la confiance en ces temps difficiles. L'édifice incarne également l'approche des banques centrales de l'époque en matière de communications, qui est essentiellement impénétrable. Une formule attribuée à sir Montagu Norman, alors gouverneur de la Banque d'Angleterre, résume bien cette approche : « Ne jamais s'expliquer, ne jamais s'excuser. »

Mais les temps changent. Au milieu des années 1970, la confiance dans les banques centrales est faible, alors que l'inflation est élevée et ne cesse d'augmenter. C'est à ce moment-là que l'architecte britanno-colombien de renom Arthur Erickson trace les plans en vue de l'agrandissement du siège de la Banque. Il dessine deux tours de verre qui viendront encadrer l'immeuble de granit original et seront réunies par un imposant atrium de verre. Tout ce verre laisse présager l'idée moderne voulant que les banques centrales doivent être transparentes pour gagner la confiance de la population.

## Gagner la confiance par la transparence

Comme d'habitude, Erickson était en avance sur son temps. À l'époque, la Banque se sentait rarement tenue d'expliquer ses actions aux Canadiens. Même en 1970, quand elle est passée d'un régime de changes fixes à un régime de changes flottants, et qu'elle n'avait donc plus de point d'ancrage évident pour guider sa politique monétaire, la Banque n'a pas changé d'attitude. Dans les

Je tiens à remercier Toni Gravelle de l'aide qu'il m'a apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 27 juin 2018
à 15 h, heure de l'Est

années 1970 et 1980, le gouverneur de la Banque prononçait normalement un seul discours public par année et les sous-gouverneurs, aucun.

Un grand pas en faveur d'un accroissement de la transparence a été franchi en 1991, lorsque la Banque et le gouvernement fédéral ont conclu la première entente sur la maîtrise de l'inflation, qui a établi une cible claire sur laquelle axer notre politique monétaire. L'entente a aussi donné aux gens un moyen simple et facile à comprendre d'évaluer nos résultats au fil du temps.

De nombreuses autres avancées importantes sur le plan de la transparence ont suivi. Nous avons commencé à publier le *Rapport sur la politique monétaire* (RPM) à intervalles réguliers afin de donner des précisions sur nos prévisions économiques et d'expliquer notre politique. Nous avons ensuite adopté un régime d'annonces du taux directeur à des dates préétablies, qui sont effectuées par la voie d'un communiqué faisant état des raisons motivant notre décision.

Le gouverneur et les sous-gouverneurs ont commencé à prononcer des discours publics beaucoup plus souvent; nous sommes ainsi passés d'un à des dizaines de discours par année. Nous nous sommes mis à diffuser l'enregistrement audio des interventions publiques et, en 2011, nous avons ajouté la diffusion vidéo. Afin d'aider les gens à comprendre nos délibérations sur la politique monétaire, nous avons commencé en 2014 à effectuer des déclarations préliminaires en toute franchise, à l'occasion de conférences de presse, pour expliquer comment l'information contenue dans le RPM contribuait à la décision sur le taux en tant que telle.

Depuis cette année, nous faisons quatre discours sur l'état de la situation économique par an, soit le lendemain de chacune des annonces du taux directeur qui ne coïncident pas avec la publication du RPM. Cette approche novatrice permet aux représentants des médias de poser des questions à un membre du Conseil de direction après chaque annonce.

Entendez-moi bien, je n'affirme pas que la multiplication des communications est nécessairement souhaitable en ce qui concerne la transparence et la politique monétaire. La transparence passe par la clarté et non par le volume des communications. Nous devrions toujours exprimer simplement et honnêtement notre avis sur l'économie et les taux d'intérêt. Selon nous, ces efforts aident les Canadiens à nous faire confiance.

Un aspect important de notre cadre de politique monétaire est le fait qu'il oblige la Banque à rendre des comptes au public. Au moins deux fois par année, la première sous-gouverneure Carolyn Wilkins et moi sommes entendus devant des comités de la Chambre des communes et du Sénat, témoignages qui sont diffusés sur le Web. À cette occasion, les parlementaires nous demandent de justifier notre bilan au regard de l'inflation et des autres fonctions de la Banque.

De plus, l'entente sur la cible d'inflation fait l'objet d'un examen approfondi tous les cinq ans, lequel donne à toutes les parties la possibilité de formuler de nouvelles réflexions sur notre cadre. Ce processus de consultation permet d'assurer une adhésion générale à l'entente.

Cependant, le meilleur moyen de bâtir la confiance consiste peut-être à obtenir les résultats attendus. L'atteinte constante de nos cibles a eu la conséquence

suivante : à la fin des années 1990, les attentes d'inflation s'étaient solidement ancrées à notre cible de 2 %. Ces attentes ont tenu bon malgré les bouleversements découlant de la crise financière mondiale, il y a une décennie. Grâce à ce niveau de confiance, les fluctuations de la croissance économique et du chômage sont devenues moins importantes qu'avant l'adoption de la cible d'inflation.

Laissez-moi illustrer cette affirmation par un exemple : l'effondrement des cours du pétrole à la fin de 2014. Nous savions que l'économie serait durement touchée, et que le choc entraînerait des réductions des dépenses d'investissement et des mises à pied. Comme il nous fallait réagir pour éviter que le taux d'inflation s'inscrive sous la cible, nous avons abaissé le taux directeur deux fois, dès le début de 2015. Les faibles prix du pétrole conjugués aux taux d'intérêt plus bas ont provoqué une importante dépréciation du dollar canadien, qui a fait augmenter le prix des biens importés. L'inflation s'est rapidement accrue, mais nous avons expliqué que cet effet serait temporaire, et les attentes d'inflation sont restées bien ancrées à 2 %. Par conséquent, l'économie s'est ajustée à la baisse des cours du pétrole beaucoup plus rapidement que si nous n'étions pas intervenus.

## S'efforcer d'être compris

Cela dit, la transparence n'est utile que si les gens comprennent ce que nous disons.

En tant que banque centrale, nous nous adressons à de multiples auditoires. Tous ces gens mènent leur vie et prennent des décisions économiques et financières dans l'environnement que nous mettons en place pour eux. Toutefois, ils n'ont pas tous le même niveau d'intérêt ou de familiarité avec les questions économiques. Le père qui se hâte d'aller chercher les enfants et de faire le souper avant l'entraînement de soccer ne s'intéresse pas autant à notre annonce de taux que, disons, le négociant d'obligations de Bay Street.

Nous devons donc adapter nos communications en fonction de l'auditoire à qui nous nous adressons et livrer des messages cohérents au moyen des bons canaux. Ces auditoires peuvent être composés de chefs d'entreprise comme vous, d'économistes d'entreprises, d'acteurs du marché financier, d'universitaires, d'étudiants et, bien sûr, de ce père de famille et d'autres membres du grand public, quelle que soit leur activité.

Songez à notre façon de communiquer avec le milieu universitaire. Nous employons des centaines d'économistes qui publient des recherches de pointe. Ces travaux doivent jouir d'une bonne crédibilité auprès des universitaires, parce que nous comptons sur eux pour mener des recherches complémentaires aux nôtres et que nous avons besoin que les universités forment la relève. C'est pourquoi la Banque rend ses données et ses modèles plus ouverts, accessibles dans de multiples formats numériques, afin que les chercheurs puissent plus facilement vérifier, accroître et remettre en cause nos résultats. Toutefois, croyez-moi, si la Banque communiquait avec les non-spécialistes de la même manière qu'avec les universitaires, nous ne paraîtrions pas du tout transparents. Si vous en doutez, il vous suffit de parcourir quelques-uns des documents de recherche publiés dans notre site Web.

Nous avons récemment commandé un sondage d'opinion dans le but de personnaliser nos communications. Ce sondage révèle qu'approximativement la moitié des Canadiens s'intéressent aux questions économiques, mais que seulement environ le tiers de la population estime comprendre le fonctionnement de l'économie. Autrement dit, quelque six millions de Canadiens s'intéressent à l'économie, mais ont du mal à en comprendre les rouages. Pour nous, le défi consiste à faire en sorte que nos messages puissent être compris, et pas juste par les diplômés en économie.

Une recherche menée par le personnel de la Banque, qui analyse au moyen d'un logiciel la lisibilité de nos discours et d'autres communications, montre qu'il y a loin de la coupe aux lèvres. Cette recherche nous a permis de conclure que la plupart de nos discours, de même que les annonces du taux directeur, le RPM et la *Revue du système financier*, sont de niveau universitaire. Ce niveau est accessible à bien des gens, mais pas à tous les lecteurs. Sur le plan de la lisibilité, seulement quelques-uns de nos discours publics prononcés ces dernières années sont considérés comme adaptés à des lecteurs scolarisés au niveau secondaire, soit le niveau à la portée de la majorité des Canadiens.

Évidemment, les sujets traités sont complexes, mais nous pouvons rendre nos communications compréhensibles par le plus grand nombre, et nous le ferons. Nous voulons que nos contenus soient accessibles à tous ceux et celles qui souhaitent comprendre les questions que nous abordons, et que ceux qui nous lisent déjà nous lisent encore plus. Nous voulons aussi que les médias continuent de rendre compte de nos activités de façon exacte et pouvoir avoir des échanges constructifs avec eux.

Au cas où vous vous poseriez la question, ce discours est considéré de niveau collégial (12$^{e}$ année) pour ce qui est du vocabulaire et de la syntaxe. Il reste que bien des gens ne liront jamais ce discours et n'en entendront pas parler dans les actualités. Nous devons être créatifs pour joindre plus de personnes intéressées et les aider à comprendre ce que nous faisons.

Les médias sociaux (Twitter, LinkedIn, etc.) sont des outils importants à cet égard, mais ils ne représentent qu'un volet de notre stratégie. L'an dernier, nous avons rouvert le Musée de la Banque du Canada. Le Musée, situé à Ottawa, vise à aider les Canadiens à comprendre notre travail. Pour ce faire, nous avons adopté une approche très concrète qui encourage les visiteurs à interagir avec le contenu des expositions. En plus, c'est la meilleure offre en ville : l'entrée est gratuite!

Le Musée collabore avec des éducateurs de tout le pays pour contribuer à l'élaboration de ressources pédagogiques. Le site Web du Musée, destiné à tous les Canadiens, vient appuyer ces efforts. En définitive, nous voulons que les Canadiens, en particulier les jeunes, aient une solide compréhension des bases de l'économie, y compris du travail de la Banque.

Nous remplaçons aussi la *Revue de la Banque du Canada*, un périodique qui s'est toujours adressé à des spécialistes, par une nouvelle publication uniquement numérique : *L'économie claire et simple*. Celle-ci expliquera, d'une façon que le grand public comprendra, les questions et concepts économiques fondamentaux. Nous voulons qu'elle se distingue par la simplicité des termes,

des infographies et des autres contenus visuels employés et qu'elle rende ainsi plus accessible ce que nous faisons. En fait, les versions numériques de toutes nos publications contiendront un plus grand nombre d'éléments visuels, notamment des vidéos et des graphiques interactifs.

Comme nous l'avons annoncé plus tôt ce mois-ci, nous ne communiquerons plus de la même manière l'information sur les questions de stabilité financière. À l'automne, nous lancerons dans notre site Web un nouveau portail sur le système financier qui visera lui aussi un large lectorat et proposera des rapports clairs et à jour.

Permettez-moi d'aborder un dernier point sur la communication avec le grand public. Certes, nous souhaitons que les gens comprennent nos points de vue sur l'économie et ses perspectives, mais il importe tout autant d'aller à leur rencontre partout au pays pour écouter ce qu'ils ont à nous dire. Ces discussions bilatérales contribuent à combler des lacunes dans les statistiques économiques.

Cette action, nous l'articulons autour de notre enquête sur les perspectives des entreprises, qui se base sur les échanges entre nos représentants régionaux et des dirigeants d'entreprise. Les membres du Conseil de direction prennent part eux aussi à ces entretiens. Ainsi donc, je ne suis pas venu en Colombie-Britannique uniquement pour prononcer un discours, mais aussi pour rencontrer des chefs d'entreprise et des étudiants.

## Compréhension et marchés financiers

Étant donné les questions que traite la Banque, attiser l'intérêt du public envers son travail peut poser un défi. En revanche, nos travaux et nos communications ne manquent pas d'intéresser les acteurs des marchés financiers.

Ces acteurs négocient des titres en se fondant sur leur compréhension des perspectives économiques et de la politique monétaire de la Banque. Or la Banque ne contrôle qu'un seul taux d'intérêt, soit le taux du financement à un jour. Ses mesures de politique monétaire se transmettent donc à l'économie par l'intermédiaire des marchés financiers. Ainsi, les prix du marché et les taux d'intérêt sont représentatifs des attentes des marchés concernant la politique monétaire et l'évolution de l'économie. Il s'ensuit que les fluctuations des marchés financiers fournissent des indications très utiles sur l'avenir : elles résument les points de vue d'une multitude d'acteurs des marchés.

Ces dernières années, de nombreuses banques centrales ont cherché à accentuer leur influence sur les marchés financiers et l'économie en donnant des indications explicites sur l'orientation future de la politique monétaire, ce que nous appelons des « indications prospectives ». Comme il s'agit ici d'un discours sur la transparence, je tiens à être parfaitement clair sur ce que j'entends par là.

Les banques centrales émettent constamment des déclarations prospectives, car la politique monétaire n'agit sur l'inflation qu'après un certain temps. Un énoncé du type « L'économie tourne presque à plein régime, il faudra donc relever les taux d'intérêt pour maintenir l'inflation à la cible » ne répond pas à la définition classique des indications prospectives. Celles-ci sont plus précises. Elles relient généralement les taux d'intérêt futurs à une condition explicite, par exemple un laps de temps déterminé ou une statistique économique.

La forme d'indication prospective la plus catégorique de l'histoire du Canada a été mise en œuvre en 2009, durant la crise financière mondiale. Nous avons alors abaissé le taux directeur pour le porter à zéro, mais nous étions d'avis qu'il fallait donner une impulsion supplémentaire à l'économie. Nous avons donc pris l'engagement de laisser le taux directeur à la valeur plancher pour une période prolongée, à condition que les perspectives d'inflation restent inchangées. Comme cet engagement arrimait les attentes relatives au taux du financement à un jour pour une certaine période, il a aussi fait baisser les taux d'intérêt à long terme, ce qui a stimulé l'économie plus fortement encore. Aujourd'hui, nous considérons ce type d'indication prospective comme une mesure de politique monétaire non traditionnelle, à réserver aux circonstances exceptionnelles.

Certaines banques centrales donnent couramment aux marchés financiers des indications prospectives moins précises au sujet des taux d'intérêt. La Banque du Canada a parfois fait de même par le passé. En 2005 par exemple, ses annonces du taux directeur mentionnaient la nécessité d'abaisser le taux « à court terme » et « au cours des quatre à six prochains trimestres ». La forme la plus complète de ce genre d'indication prospective courante consiste à publier une projection de la trajectoire des taux directeurs. C'est ce que fait la banque centrale de Suède, notamment. De manière analogue, la Réserve fédérale américaine publie un diagramme par points qui illustre le point de vue de son Comité de l'open market quant à la trajectoire probable des taux.

Lorsqu'une banque centrale donne régulièrement des indications prospectives, les acteurs des marchés financiers ont, de toute évidence, plus de facilité à prévoir ses actions. Sans nul doute, cette démarche rend les marchés plus efficients en réduisant l'incertitude entourant l'évolution de la politique monétaire. Il y a cependant un coût à cela : en ancrant les attentes, les indications prospectives affaiblissent la réaction des marchés aux nouvelles économiques. Bref, elles inhibent la fonction indicatrice des marchés financiers.

À mesure que le Canada se remettait de la crise financière mondiale, la Banque a peu à peu abandonné la forme d'indication prospective la plus catégorique au profit d'une forme moins affirmative. En 2013 cependant, nous étions de moins en moins enclins à donner des indications prospectives, même sommaires. L'économie avait du mal à renouer avec son plein potentiel, et nous ne pouvions expliquer pleinement pourquoi les exportations et les investissements des entreprises étaient inférieurs à ce que prévoyaient nos modèles économiques. Nous voulions que les marchés prennent la mesure de l'incertitude avec laquelle nous devions composer, et craignions que les indications prospectives véhiculent une impression trompeuse de certitude.

Par conséquent, au second semestre de 2013, nous avons graduellement modéré les indications prospectives que nous donnions dans nos annonces du taux directeur. Cela a eu pour effet de ramener dans les marchés l'incertitude de la Banque, ce qui a causé une certaine volatilité. En 2014, nous avons cessé complètement de donner des indications prospectives. Ça n'a pas fait le bonheur de tous. Mais nous avons constaté que les marchés financiers ont, en conséquence, réagi plus fortement aux données imprévues, notamment au cours de la dernière année. Autrement dit, la fonction indicatrice des marchés s'est amplifiée.

Depuis 2014, nous rédigeons chaque annonce du taux directeur à partir d'une page vierge pour ne pas nous astreindre à répéter des formulations spécifiques qui pourraient, si elles changeaient, créer d'importantes perturbations dans les marchés. Nous choisissons les mots qui communiquent le mieux nos attentes concernant l'économie et la politique monétaire.

Notre dernière annonce du taux directeur, à la fin de mai, illustre bien ce point. Certains observateurs ont noté que, au lieu de répéter que nous serions prudents à l'égard des prochaines modifications du taux directeur, nous avons annoncé que nous augmenterions les taux d'intérêt selon une approche graduelle. Par ce changement de formulation, nous voulions en fait souligner notre plus grande certitude que la tenue de l'économie était conforme à nos prévisions et qu'une augmentation des taux sera bel et bien justifiée. Les marchés financiers ont compris notre message.

Je tiens à insister sur le fait que la décision de la Banque de ne pas donner couramment des indications prospectives ne signifie pas qu'elle souhaite garder les marchés dans le noir. En effet, nous voulons que les marchés comprennent très bien la relation entre l'évolution de l'économie et l'orientation probable de la politique monétaire. Les économistes appellent cette relation la « fonction de réaction de la politique monétaire ». Les modèles économiques ne peuvent fonctionner sans cette fonction. Les spécifications de nos modèles sont décrites dans notre site Web. Notre réaction de fonction est une variante de ce que les économistes appellent la « règle de Taylor », nommée en l'honneur de l'économiste John Taylor. Selon cette règle, le taux directeur dépend de l'inflation et de la croissance économique attendues. Notre variante est étalonnée en fonction de l'économie canadienne. Nous l'utilisons tous les trimestres pour calculer la trajectoire des taux d'intérêt qui, d'après les prévisions, permettra de maîtriser l'inflation dans notre modèle économique et compte tenu des nombreuses hypothèses que nous devons formuler.

Cela dit, cet exercice n'est rien de plus qu'un point de départ à nos délibérations sur le taux directeur. Nous ne pouvons pas suivre machinalement la trajectoire que nous indiquent nos modèles, car il y a tout simplement trop d'incertitudes dans le monde. Nous estimons trompeur de prétendre que l'incertitude n'existe pas.

L'utilisation de modèles économiques s'accompagne toujours d'un certain degré d'incertitude, mais de nos jours, nous ignorons une foule de choses. Par exemple, dans quelle mesure l'incertitude entourant les politiques commerciales freine-t-elle les investissements des entreprises? Comment les nouvelles lignes directrices sur le crédit hypothécaire influent-elles sur le marché du logement? À quel point l'économie est-elle sensible à une hausse des taux d'intérêt, vu l'accroissement de la dette des ménages?

Étant donné toutes ces incertitudes, établir la politique monétaire relève de la gestion des risques. Il nous faut comprendre les risques haussiers et baissiers pesant sur les perspectives d'inflation et déterminer la meilleure manière de gérer et d'équilibrer ces risques. Avec le temps, nous en apprenons davantage sur certaines de ces questions à mesure que nous recevons de nouvelles données.

Voilà pourquoi nous disons que la Banque est fortement dépendante des données à l'heure actuelle. À mon avis, donner régulièrement des indications prospectives dans un tel contexte n'accroîtra pas notre crédibilité. Au contraire, elle pourrait en souffrir.

Nous avons pris de nombreuses mesures pour rendre notre processus de prise de décision plus transparent. Nous expliquons en détail les raisons sur lesquelles se fondent nos décisions concernant le taux directeur, aussi bien dans les déclarations suivant la publication du RPM que dans les discours sur l'état de la situation économique. Dans le RPM, nous fournissons désormais des détails sur les risques les plus importants qui entourent nos prévisions. Nous exposons noir sur blanc nos constats sur l'évolution de ces risques et ce que nous surveillerons pour être à même de juger de leur transformation.

Bien entendu, on nous demandera toujours d'énoncer plus ouvertement nos propres attentes à l'égard des taux d'intérêt, notamment en publiant la trajectoire escomptée de notre taux directeur. Ironiquement, les arguments en faveur de la publication d'une trajectoire reposent généralement sur des modèles économiques si simples qu'ils excluent la plupart des marchés financiers. Ce qui veut dire que ces modèles ne peuvent tout simplement pas tenir compte du fait que les indications prospectives sont susceptibles d'inhiber la fonction indicatrice des marchés financiers, fonction à laquelle nous accordons une grande importance.

Au regard des incertitudes complexes qui planent aujourd'hui, les décideurs n'ont jamais autant compté sur les signaux qu'envoient les marchés. Pour continuer de profiter de ces signaux, nous devons faire montre d'honnêteté et de transparence relativement à ce que nous savons et ignorons. Nous sommes résolus à expliquer les questions que nous étudions et nos axes de réflexion.

À l'approche de notre prochaine décision concernant le taux directeur, nous nous employons à intégrer dans nos projections les effets de l'imposition, récemment annoncée, de droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium, ainsi que de mesures de représailles, au Canada et dans le monde. Par ailleurs, nous analysons des microdonnées pour comprendre comment les nouvelles lignes directrices sur le crédit hypothécaire au Canada influent sur le marché du logement et le renouvellement des prêts hypothécaires. Nous comptons placer ces questions au cœur de nos délibérations à venir.

## Conclusion

Le moment est venu pour moi de conclure. J'espère que mon discours sur la transparence a clarifié le travail que fait la Banque. Nous mesurons bien l'importance que revêt la transparence, ainsi que la reddition de comptes et la crédibilité, pour éclairer la compréhension et asseoir la confiance de tous nos auditoires. Nous avons travaillé fort pour être transparents, et ces efforts ont été reconnus mondialement comme un exemple à suivre parmi les banques centrales.

Mais nous reconnaissons qu'il nous reste du chemin à faire. Nos communications avec le grand public peuvent gagner encore en clarté. Et, toujours guidés par ce que nous savons et ignorons, nous serons aussi clairs que possible avec les marchés financiers.

En résumé, la transparence n’est pas seulement la meilleure conduite à tenir dans une démocratie moderne : elle nous aide aussi à atteindre notre cible de maîtrise de l’inflation et à honorer notre engagement d’accroître la vigueur et la résilience de l’économie canadienne.