



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

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

Discours prononcé par

Carolyn A. Wilkins

Première sous-gouverneure de la Banque du Canada

École de politiques publiques Max Bell, Université McGill

Montréal (Québec)

20 novembre 2018

Le choix du meilleur cadre de conduite de la politique monétaire pour le Canada

« Considérant qu'il est opportun d'instituer une banque centrale pour réglementer le crédit et la monnaie dans l'intérêt de la vie économique de la nation, pour contrôler et protéger la valeur de la monnaie nationale sur les marchés internationaux, pour atténuer, autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de façon générale pour favoriser la prospérité économique et financière du Canada... »

Préambule, *Loi sur la Banque du Canada*

Je suis très heureuse de prendre la parole devant vous à l'École de politiques publiques Max Bell. Comme beaucoup d'entre vous le savent, Max Bell était un homme d'affaires et un magnat des médias qui s'est fait un nom à une époque marquée par la Grande Dépression, la Deuxième Guerre mondiale et l'entrée du Canada sur la scène mondiale. Cet homme avisé consacrait aussi ses énergies aux affaires publiques et au bien commun des Canadiens.

Il est donc à propos que je vienne vous parler aujourd'hui du choix du meilleur cadre de conduite de la politique monétaire au pays. La Banque du Canada a été fondée en 1935, du temps de Max Bell, pour favoriser la prospérité économique et financière du pays. À mesure que le monde a évolué et gagné en complexité,

Je tiens à remercier Gino Cateau, José Dorich et Yasuo Terajima de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 20 novembre 2018

à 12 h 45, heure de l'Est

la manière de remplir cette mission dans la pratique a naturellement beaucoup évolué, elle aussi, au fil des années¹.

Depuis 25 ans, le cadre de conduite de la politique monétaire de la Banque se caractérise par un régime de ciblage de l'inflation, qui consiste à maintenir celle-ci à un niveau bas et stable, sous un régime de changes flottants. Cet objectif, que la Banque partage avec le gouvernement fédéral, est poursuivi au nom des Canadiens. Les modalités sont formalisées dans ce qu'on appelle l'entente sur la maîtrise de l'inflation. Cette entente est renouvelée tous les cinq ans et a obtenu – depuis ses débuts – l'appui de six premiers ministres d'allégeances politiques différentes. Nous collaborons avec nos collègues du ministère des Finances au prochain renouvellement, qui aura lieu en 2021.

Le fait d'avoir une entente officielle avec un gouvernement d'élus renforce la crédibilité de notre objectif commun. La Banque a ainsi l'indépendance nécessaire à la poursuite de cet objectif, indépendance qu'elle a judicieusement mise à profit. Ces 25 dernières années, la Banque a ainsi pu maintenir l'inflation à un niveau bas et stable, très proche de la cible de 2 %, malgré de grands chocs économiques comme l'envolée des prix du pétrole au milieu des années 2000, la crise financière mondiale, puis la chute des cours de l'or noir d'il y a quatre ans.

Cependant, même un cadre de conduite de la politique monétaire efficace mérite une discussion ouverte et franche, surtout en ce monde d'après-crise. En effet, certains problèmes associés au cadre actuel donnent à penser qu'il ne serait pas aussi en mesure qu'avant de favoriser la prospérité économique et financière du Canada.

Cette constatation est importante, car les objectifs que nous nous fixons et notre façon de les poursuivre ont des répercussions concrètes sur la vie quotidienne des gens. C'est particulièrement vrai à un moment où la Banque normalise les taux d'intérêt. Les mesures qu'elle prend imposent à de nombreux ménages un rajustement difficile de leurs finances. En même temps, elles aident un nombre encore plus grand de ménages en favorisant la stabilité économique.

Mon discours vise à engager une bonne discussion. Je me concentrerai sur deux questions de politiques publiques qui sont au cœur du plan de travail de la Banque en vue du renouvellement de 2021 :

1. Quels autres cadres pourraient, le cas échéant, donner de meilleurs résultats que le régime de ciblage de l'inflation? Nous connaissons des cadres concurrents, mais nous n'avons pas effectué d'évaluation comparative approfondie depuis les années 1980.
2. Que nous maintenions le ciblage de l'inflation ou que nous changions de cadre, sur quels instruments de politiques pouvons-nous nous appuyer? Nous savons que les outils dont dispose la Banque du

¹ Voir C. Ragan (2011), « The Evolution of Canadian Monetary Policy: Successful Ideas Through Natural Selection », *New Directions for Intelligent Government in Canada: Papers in Honour of Ian Stewart*, Ottawa (Ontario), Centre d'étude des niveaux de vie.

Canada, conjointement aux autres mesures de politique publique, sont importants pour l'atteinte des objectifs communs.

La Banque étudiera ces questions de manière approfondie et se tiendra activement au courant des recherches qui sont menées ailleurs. Son colloque économique annuel, tenu au début du mois sur le thème du ciblage de l'inflation, a suscité un débat très fructueux. La Banque publie aussi ses travaux au fur et à mesure pour permettre à la population de suivre les progrès réalisés².

Les principales difficultés du ciblage de l'inflation

Rappelons d'abord ce que la Banque cherche à réaliser par son actuel objectif de politique monétaire, à savoir l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %. La réponse la plus évidente est qu'elle veut maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible pour éviter les flambées inflationnistes connues à certaines époques au pays comme à l'étranger. Ces épisodes d'hyperinflation ont en effet entraîné de graves récessions et des années de stagnation économique.

Toutefois, la poursuite de cet objectif permet d'obtenir bien plus que la stabilité des prix ou « un point d'ancrage nominal », comme le disent les économistes : elle stabilise aussi l'économie. En effet, la stabilisation du pouvoir d'achat permet aux ménages de mieux planifier leurs finances, et aux entreprises, leurs investissements. Elle atténue par ailleurs les fluctuations du cycle économique qui entraînent des pertes d'emplois et des tensions financières.

Malgré ses qualités, notre régime actuel de ciblage de l'inflation pose quelques problèmes qui se sont accentués depuis la crise. Ces problèmes étaient au cœur des discussions au colloque annuel de la Banque.

L'un des problèmes est que la banque centrale est plus susceptible qu'avant d'épuiser ses instruments *traditionnels* de politique monétaire en cas de ralentissement économique. Je veux dire par là sa capacité d'abaisser le taux directeur³. La raison de cette évolution est simple. D'après les estimations de la Banque, le taux d'intérêt *neutre*, à savoir le taux nominal auquel la politique monétaire ne stimule ni ne freine l'économie, se situerait à l'heure actuelle dans une fourchette allant de 2½ à 3½ %⁴. Or, cette fourchette est inférieure d'environ

² Voir la page Web de la Banque consacrée à l'[examen lié au renouvellement de 2021](#), où seront publiés, au cours des trois prochaines années, les travaux de recherche liés au renouvellement de la cible d'inflation. Voir également les renseignements et les études sur les [renouvellements passés](#), le [compte rendu](#) et le [mot de clôture](#) d'un atelier public sur le renouvellement de la cible d'inflation tenu à la Banque en septembre 2017, ainsi qu'une diffusion Web du [colloque annuel](#) tenu à la Banque au début du mois.

³ D'après les recherches de la Banque du Canada, le taux directeur pourrait au besoin être abaissé à -0,5 %, auquel cas sa *valeur plancher* serait négative. Toutefois, la Banque considère un taux directeur négatif comme une mesure de politique monétaire « non traditionnelle ». Pour en savoir plus, voir J. Witmer et J. Yang (2016), « [Estimation de la valeur plancher au Canada](#) », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-15.

⁴ Voir X. Chen et J. Dorich (2018), [The Neutral Rate in Canada: 2018 Estimates](#), note analytique du personnel n° 2018-22, Banque du Canada.

deux points de pourcentage à celle du début des années 2000. La Banque ne pouvant abaisser son taux directeur nettement au-dessous de zéro, sa marge de manœuvre pour faire face à un ralentissement de l'économie est forcément réduite.

Selon des estimations effectuées pour le Canada, la probabilité que la Banque se heurte à cette difficulté se chiffre à 13 % présentement, alors qu'elle était d'environ 3 % lorsque le taux neutre était plus élevé⁵. L'institution pourrait, le cas échéant, recourir à des mesures de politique monétaire *non traditionnelles*. Cependant, comme je l'expliquerai tout à l'heure, il faudra encore se pencher sérieusement sur leur efficacité⁶.

Un autre problème provient du fait que la faiblesse du taux neutre peut encourager les ménages et les investisseurs à prendre des risques excessifs. Ce faisant, elle expose l'économie à des cycles financiers d'expansion et de contraction abruptes⁷. Il s'agit d'un problème difficile, la politique monétaire se prêtant mal à sa résolution. Je traiterai tout à l'heure d'autres outils susceptibles d'être plus efficaces à cet égard.

En bref, même si notre régime de cibles d'inflation s'est avéré très utile, nous devrions réfléchir à des façons de l'améliorer.

Autres cadres possibles

Cette dernière constatation nous ramène à ma première question, à savoir quel autre cadre pourrait être plus efficace. La Banque du Canada n'est pas seule à se le demander. De fait, un grand nombre d'économistes influents incitent les banques centrales à envisager d'autres options. Plein d'idées circulent, mais les plus populaires ces temps-ci sont 1) le relèvement de la cible d'inflation, 2) l'établissement d'une *trajectoire cible* pour le niveau des prix ou du revenu nominal, et 3) l'ajout du plein emploi aux objectifs de la Banque⁸.

⁵ Estimations fondées sur des simulations réalisées à l'aide du modèle TOTEM, principal modèle macroéconomique de la Banque. Les résultats des simulations supposent une valeur plancher de -0,5 % et la même distribution des chocs que celle observée dans l'échantillon allant du premier trimestre de 1995 au quatrième trimestre de 2015.

⁶ Voir Banque du Canada (2015), [Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt](#), décembre; et 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.

⁷ R. Rajan (2010), « Why We Should Exit Ultra-Low Rates: A Guest Post by Raghuram Rajan », billet publié dans le blogue *Freakonomics*, The New York Times, 25 août; T. Adrian et H. S. Shin (2009), *Money, Liquidity, and Monetary Policy*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 360; C. Borio et H. Zhu (2008), *Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?*, document de travail n° 268, Banque des Règlements Internationaux; C. A. Wilkins (2016), [La stabilité financière en contexte de persistance de taux d'intérêt bas et de croissance lente](#), City Lecture de l'Official Monetary and Financial Institutions Forum, Londres (Royaume-Uni), 14 septembre.

⁸ Une coalition de plus de 60 économistes canadiens a adressé en mai une [lettre](#) au ministre des Finances, Bill Morneau, lui demandant d'élargir le mandat de la Banque pour y intégrer explicitement des objectifs tels que le « plein emploi ». Aux États-Unis, d'éminents universitaires et décideurs, dont Christina Romer, David Romer, Lawrence Summers, Ben Bernanke,

La Banque a examiné beaucoup de ces options dans le cadre des processus qui ont mené au renouvellement de son entente avec le gouvernement. Toutefois, elle n'a pas effectué d'évaluation comparative approfondie des principales options depuis la conclusion de l'entente originale en 1991.

Il est temps d'en faire une. Et la Banque doit être aussi claire que possible quant aux critères d'évaluation qu'elle appliquera. Voici lesquels sont les plus importants pour moi dans cette période d'après-crise :

Premièrement, le cadre de la politique monétaire ne doit cibler que des objectifs réalisables. À longue échéance, la politique monétaire ne peut agir que sur les prix : c'est ce que les économistes appellent la neutralité à long terme de la politique monétaire. Cette propriété sous-entend que la politique monétaire ne peut en définitive pas résoudre des problèmes *structurels* comme la compétitivité à long terme ou la qualité des emplois. Elle doit donc se concentrer sur des objectifs de stabilisation plus rapprochés, qui remédient à des problèmes *cycliques* de l'économie. Autrement dit, des objectifs qui permettent d'atténuer les fluctuations du cycle économique. Ces objectifs doivent être clairs et mesurables pour que le public puisse planifier en conséquence et que la banque centrale puisse rendre des comptes sur leur réalisation. D'ailleurs, la clarté et la simplicité du régime actuel de cibles d'inflation de la Banque sont à la base de son succès.

Deuxièmement, le cadre doit favoriser le bien-être économique des Canadiens, soit le bien commun. Il en découle qu'on ne doit pas se limiter à la prise en compte de l'efficacité « macroéconomique » du cadre, même si cet aspect est essentiel à sa réussite. Des cadres de politique monétaire différents peuvent avoir des répercussions tout aussi différentes sur d'autres facteurs influant sur le bien-être, comme la stabilité financière et la répartition des revenus et la richesse. Soyons clairs, je ne dis pas que la politique monétaire devrait avoir pour objectif de cibler ces facteurs, ni qu'il est facile de les mesurer. Je propose plutôt que la Banque les prenne en compte le mieux possible dans la conception du cadre.

Troisièmement, le cadre doit bien servir les Canadiens en période de prospérité comme dans les moments difficiles. Pour cela, la Banque doit établir un ensemble d'objectifs fondamentaux qui s'appliquent en toutes situations⁹. Elle doit aussi avoir à sa disposition un arsenal d'instruments de politique efficaces et crédibles qui lui permette d'intervenir pour réaliser ces objectifs dans des circonstances tant normales qu'exceptionnelles. Par ailleurs, idéalement, les autres politiques ayant une incidence sur la stabilité économique et financière du pays complèteraient les objectifs de la politique monétaire.

J'aimerais maintenant vous donner un aperçu de certaines des solutions de recharge au cadre actuel, de ce que nous savons déjà sur elles et des questions qui demeurent. Certaines options s'apparentent aux rénovations d'une maison, soit des travaux qui amélioreraient le cadre existant. D'autres s'apparentent plutôt à l'achat d'une toute nouvelle maison. Les personnes intéressées par la version écrite de mon discours remarqueront qu'elle contient plus de notes de bas de page que d'habitude, ce qui témoigne des travaux approfondis qui ont été effectués dans ce domaine.

Pourquoi pas une « rénovation » du cadre actuel?

Depuis plus de deux décennies, le cadre de conduite de la politique monétaire du Canada repose sur la poursuite d'une cible d'inflation de 2 % – soit le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 % – et un régime de changes flottants¹⁰. Pourquoi avoir intégré une fourchette de maîtrise de l'inflation? Parce que celle-ci tient compte des variations de l'inflation découlant de facteurs temporaires comme les fluctuations du prix de l'essence, qui ne nécessitent pas la prise de mesures de politique monétaire. Cette fourchette accorde aussi un peu de souplesse à la Banque, dans le sens où elle lui permet de déterminer la vigueur des efforts à déployer pour atteindre la cible d'inflation. L'institution établit le rythme de variation du taux directeur de manière à limiter l'ampleur des mouvements du revenu global, tout en atteignant la cible dans un délai raisonnable. Elle peut également ajuster ce rythme pour limiter l'accentuation des vulnérabilités financières¹¹.

Certains économistes ont recommandé à la Banque de remédier au problème de sa marge de manœuvre limitée en relevant le niveau de la cible d'inflation, par exemple à 3 ou 4 %¹². Ils avancent que le relèvement de la cible restaurerait en

⁹ Voir M. Carney (2012), [Un cadre de politique monétaire toutes saisons](#), discours prononcé dans le cadre du forum sur la conduite de la politique monétaire américaine, New York (New York), 24 février.

¹⁰ Voir Banque du Canada (2012), [Pourquoi la cible d'inflation au Canada a-t-elle été établie à 2 %?](#), document d'information.

¹¹ Voir Banque du Canada (2016), « L'approche de gestion des risques de la Banque en matière de politique monétaire », [Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information – octobre 2016](#).

¹² Voir O. Blanchard, G. Dell'Ariccia et P. Mauro (2010), « Rethinking Macroeconomic Policy », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 42, n° 1, p. 199-215; L. M. Ball (2014), *The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent*, document de travail n° WP/14/92, Fonds monétaire

partie la marge de manœuvre nécessaire pour l'emploi des instruments traditionnels de politique monétaire, en permettant au taux d'intérêt nominal moyen d'être plus élevé avec le temps. Cette approche fait penser à une simple rénovation domiciliaire qui permettrait au cadre d'être plus efficace pendant les mauvais jours.

Les chercheurs de la Banque ont examiné cette option pendant le dernier cycle de renouvellement qui a abouti à l'entente de 2016. Ils en ont conclu que l'ensemble de la population serait touchée par une inflation plus élevée, tout particulièrement les personnes à revenu faible ou fixe¹³. De plus, on craignait que les gens n'interprètent le relèvement de la cible comme une mesure susceptible de se reproduire, ce qui aurait miné la crédibilité de la Banque. Le prix à payer pour accroître la marge de manœuvre en matière d'instruments traditionnels en période de turbulence semblait trop élevé. Finalement, la Banque a estimé qu'un ensemble crédible de mesures non traditionnelles pouvait nettement réduire la nécessité, pour elle, de disposer d'une marge de manœuvre accrue¹⁴.

Un plus grand engagement à l'égard du niveau des prix serait-il utile?

La fixation d'une trajectoire cible pour le niveau global des prix, plutôt qu'une cible d'inflation, constituerait une innovation plus importante pour le cadre de conduite de la politique monétaire. Cela correspondrait à acheter une nouvelle maison, mais dans le même quartier.

Par exemple, la banque centrale pourrait s'engager à garder le niveau global des prix sur une trajectoire de croissance régulière, disons 2 % par an. Une façon d'y parvenir serait de cibler un taux d'inflation moyen à moyenne échéance¹⁵. Ce type de cadre repose sur les chiffres passés; les écarts par rapport à la cible ne sont pas oubliés, à l'inverse de ce qui se passe sous le régime actuel de ciblage de l'inflation. Cela signifie que si l'inflation devait être inférieure à 2 %, la banque

international; et J. C. Williams (2009), « Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 2, p. 1-37.

¹³ Les personnes à faible revenu, surtout les personnes âgées, sont plus vulnérables que le reste de la population à un taux d'inflation plus élevé. En effet, elles s'appuient en général davantage sur des actifs nominaux liquides, comme les espèces, pour régler leurs transactions. Or, ces actifs perdent de leur pouvoir d'achat quand l'inflation est forte. Voir S. Cao, C. Meh, J.-V. Ríos-Rull et Y. Terajima (2018), [The Welfare Cost of Inflation Revisited: The Role of Financial Innovation and Household Heterogeneity](#), document de travail du personnel n° 2018-40, Banque du Canada.

¹⁴ Voir J. Dorich, N. Labelle St-Pierre, V. Lepetyuk et R. Mendes (2018), « Could a Higher Inflation Target Enhance Macroeconomic Stability? », *Revue canadienne d'économique*, vol. 51, n° 3, p. 1029-1055.

¹⁵ M. Nessén et D. Vestin (2005), « Average Inflation Targeting », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 37, n° 5, p. 837-863; W. C. Dudley (2018), *Important Choices for the Federal Reserve in the Years Ahead*, discours prononcé au Lehman College, Bronx, New York (New York), 18 avril; (2018), *Rethinking the Fed's 2 Percent Inflation Target: A Report from the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings with Contributions from Lawrence H. Summers, David Wessel and John David Murray*.

centrale s'engagerait à compenser, en laissant l'inflation augmenter les années suivantes. Et les dépassements de la cible seraient traités de manière symétrique.

À l'occasion du renouvellement de l'entente de 2011, la Banque a étudié de manière approfondie plusieurs variantes d'un régime de ciblage fondé sur le niveau des prix¹⁶. Ce type de cadre dépendant du passé pourrait, en théorie, accroître l'efficacité de la politique monétaire en espaçant les épisodes où les taux d'intérêt avoisinent leur valeur plancher. Il faciliterait aussi le relèvement des taux à partir de cette valeur. Enfin, il profiterait surtout aux ménages à revenu faible ou moyen, qui contractent davantage des emprunts à long terme comme les emprunts hypothécaires. En effet, ce cadre leur permettrait de mieux connaître la valeur réelle de leurs remboursements futurs¹⁷.

Ces bénéfices ne peuvent être réalisés que si le régime est à la fois compris et crédible. En pratique, il se peut que les gens ne saisissent pas tout à fait la façon dont il fonctionne. De plus, s'engager à corriger les écarts passés ressemble fort à une promesse en l'air. Autrement dit, la confiance en l'engagement de la Banque ne s'établirait pas du jour au lendemain¹⁸. Dans une étude comportementale menée ici même, à Montréal, des chercheurs de la Banque ont soumis les participants à des modalités de ciblage du niveau des prix afin d'étudier leurs réactions. Ils ont constaté que les participants trouvaient le concept trop difficile à comprendre¹⁹.

Malgré nos évaluations antérieures, il reste une question qui mérite d'être creusée. Vu le bas niveau actuel du taux neutre, nos méthodes d'évaluation comparative du ciblage du niveau des prix et de l'inflation moyenne demeurent-elles appropriées?

Et si l'on ajoutait d'autres objectifs à celui de la stabilisation des prix?

Il y a d'autres cadres possibles qui reviennent à acheter une nouvelle maison, mais dans la ville d'à côté. On compte parmi eux l'élargissement des objectifs de

¹⁶ Voir Banque du Canada (2011), « Le ciblage du niveau des prix », [Reconductuon de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information – novembre 2011](#).

¹⁷ C. Meh, J.-V. Ríos-Rull et Y. Terajima (2010), « [Aggregate and Welfare Effects of Redistribution of Wealth under Inflation and Price-Level Targeting](#) », *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, n° 6, p. 637-652.

¹⁸ Les recherches indiquent une érosion des bénéfices si les gens forment leurs attentes de manière mécanique (*Reconductuon de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information – novembre 2011*) ou s'ils doutent que les autorités monétaires s'engageront fermement à respecter la trajectoire ciblée de niveau des prix (G. Cateau et M. Shukayev, *Limited Commitment, Endogenous Credibility and the Limits of Flexible Price-Level Targeting*, document de travail du personnel, Banque du Canada, à paraître).

¹⁹ R. Amano, J. Engle-Warnick et M. Shukayev (2011), [Price-Level Targeting and Inflation Expectations: Experimental Evidence](#), document de travail du personnel n° 2011-18, Banque du Canada. Dans d'autres expériences qu'ils ont menées, O. Kryvtsov et L. Peterson ([Expectations and Monetary Policy: Experimental Evidence](#), document de travail n° 2013-44, Banque du Canada, 2013) constatent que les participants intègrent dans leurs attentes les effets stabilisateurs qu'a la politique monétaire en réponse à des fluctuations de l'inflation.

la Banque, qui ne viseraient plus seulement la stabilisation des prix, mais par exemple aussi celle de l'emploi et du revenu nominal.

La Banque a sérieusement étudié des variantes de ces options dans les années 1980 avant de porter son choix, en 1991, sur la poursuite de cibles d'inflation. On pensait à l'époque que ce régime produirait à lui seul des résultats comparables à ceux de cadres ciblant à la fois la stabilité des prix et celle de la production. Les économistes qualifient maintenant de « divine coïncidence » ce phénomène où l'on fait d'une pierre deux coups. La Banque a aussi jugé que ce surcroît de complexité ne valait pas la peine de s'aventurer dans un domaine qui devrait plutôt être laissé aux représentants élus.

Il s'avère que, pour conduire leur politique monétaire, les banques centrales dotées d'un régime *flexible* de ciblage de l'inflation tiennent déjà compte d'un large éventail d'indicateurs du marché du travail et d'autres mesures de l'activité économique. Ceux-ci contiennent de précieuses informations sur l'évolution future de l'inflation, conformément à la divine coïncidence. Lorsqu'un arbitrage est à faire entre la stabilisation de l'inflation et celle de l'activité réelle, il faut prendre en compte les deux. Sur ce plan, la Banque du Canada a déjà quelque chose en commun avec des banques centrales exerçant un double mandat, telles la Banque fédérale de réserve américaine et la Banque de réserve de Nouvelle-Zélande.

Cela dit, il y a aussi quelques différences. Le cadre en place au Canada accorde une importance moindre à l'emploi et aux conditions sur le marché du travail dans la détermination de la trajectoire appropriée pour les taux d'intérêt. Cela n'est pas sans conséquence, puisque la politique monétaire peut avoir des effets de répartition différents selon le poids accordé aux objectifs²⁰. En fait, la répartition est un canal par lequel la politique monétaire peut jouer un rôle stabilisateur : les personnes qui profitent le plus d'une politique monétaire expansionniste sont plus susceptibles d'affecter une plus grande part de leur revenu disponible aux dépenses de consommation²¹.

Nous devons actualiser notre analyse des arbitrages à réaliser, étant donné la transformation structurelle de l'économie canadienne qui s'est produite ces dernières décennies. Est-ce que la divine coïncidence se vérifie autant que par le

²⁰ N. Gornemann, K. Kuester et M. Nakajima (2016), *Doves for the Rich, Hawks for the Poor? Distributional Consequences of Monetary Policy*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « International Finance Discussion Papers », no 1167.

²¹ A. Auerlert (2017), *Monetary Policy and the Redistribution Channel*, document de travail no 23451, National Bureau of Economic Research; O. Coibion, Y. Gorodnichenko, L. Kueng et J. Silvia (2017), « Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality », *Journal of Monetary Economics*, vol. 88, p. 70-89; G. Kaplan, B. Moll et G. L. Violante (2018), « Monetary Policy According to HANK », *The American Economic Review*, vol. 108, no 3, p. 697-743; M. Doepke et M. Schneider (2006), « Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth », *Journal of Political Economy*, vol. 114, no 6, p. 1069-1097; C. Meh, J.-V. Ríos-Rull et Y. Terajima (2010), « Aggregate and Welfare Effects of Redistribution of Wealth Under Inflation and Price-Level Targeting », *Journal of Monetary Economics*, vol. 57, no 6, p. 637-652; C. Meh et Y. Terajima (2011), « Inflation, Nominal Portfolios and Wealth Redistribution in Canada », *Canadian Journal of Economics*, vol. 44, no 4, p. 1369-1402.

passé? Si la politique monétaire avait un double mandat, serait-elle aussi efficace que les politiques budgétaires – songez aux impôts et aux transferts, par exemple – pour atteindre le plein emploi?

Au lieu d'un double mandat, on pourrait viser le taux d'accroissement ou le niveau du produit intérieur brut (PIB) nominal²². Cette option, dont la mise en œuvre est certes techniquement très différente, s'inscrit selon moi dans la même catégorie que le double mandat, puisqu'elle attribue un poids plus important à d'autres aspects économiques qui comptent pour le bien-être.

Le ciblage du PIB nominal a récemment fait l'objet d'un regain d'attention parce qu'il promettrait de réduire les risques d'épuisement des instruments de politique monétaire traditionnels, à peu près comme le ciblage du niveau des prix. La souplesse de ce régime permettrait aussi de mieux composer avec des situations où il y a un arbitrage à effectuer entre la stabilisation des prix et celle de la production. Les pays importateurs nets de pétrole, par exemple, présentent de telles situations, parce qu'un renchérissement de ce produit de base y fait grimper l'inflation tout en affaiblissant l'économie.

L'adoption d'une cible fondée sur le PIB nominal présenterait toutefois les mêmes inconvénients que j'ai mentionnés pour des cadres tels que le double mandat ou le ciblage du niveau des prix. Il y a aussi d'autres problèmes concrets qui se posent : l'objectif serait une cible mouvante du fait que les chiffres du PIB sont sujets à de fréquentes révisions. De plus amples recherches s'imposent donc également dans ce domaine.

En bref, il existe plusieurs cadres intéressants qui méritent une étude plus approfondie, même si aucun n'est parfait. C'est pourquoi je souhaite en voir une évaluation comparative, fondée sur les considérations que je viens d'exposer. Vu les limites des données et des modèles utilisés, il sera impossible d'effectuer une évaluation purement quantitative, de sorte qu'il faudra faire preuve de beaucoup de discernement. Mais c'est correct; nous aurons une bonne base pour remettre en question le statu quo.

Quelles sont les politiques complémentaires?

Passons maintenant à ma seconde question, à savoir comment la panoplie d'outils dont dispose la Banque du Canada, associée aux autres instruments de politique publique, peut appuyer le cadre de conduite de la politique monétaire qui sera retenu.

Il s'agit là d'un élément essentiel, car aucun des cadres possibles ne permet de se passer des outils d'intervention non traditionnels. La Banque en a une gamme complète à sa disposition; elle peut notamment utiliser des indications

²² C. Romer (2011), « Dear Ben: It's Time for Your Volcker Moment », *The New York Times*, 29 octobre, p. BU6; J. Frankel (2013), « Nominal-GDP Targets, Without Losing the Inflation Anchor », *Is Inflation Targeting Dead? Central Banking After the Crisis*, sous la direction de R. Baldwin et L. Reichlin, Londres (Royaume-Uni), CEPR Press, p. 90-94; L. Summers (2018), *Why the Fed Needs a New Monetary Policy Framework*, The Brookings Institution, juin.

prospectives sur les taux d'intérêt, des taux d'intérêt nominaux négatifs, des programmes d'assouplissement quantitatif ou d'autres types d'achats d'actifs. Pendant la crise, ses déclarations en vue d'orienter les attentes des marchés au sujet de la trajectoire future des taux d'intérêt ont donné les résultats escomptés. En avril 2009, elle s'est ainsi engagée à laisser le taux directeur inchangé pendant un an, sous réserve des perspectives de l'inflation²³.

La Banque n'a jamais eu à recourir à des taux d'intérêt nominaux négatifs, à l'assouplissement quantitatif ou à d'autres achats d'actifs, mais ces mesures ont été mises en œuvre dans d'autres pays. Les outils non traditionnels utilisés aux États-Unis et en Europe dans la foulée de la crise ont empêché une situation fort difficile de se détériorer davantage. Néanmoins, on se demande encore si ces outils sont efficaces pour atteindre les objectifs en matière d'inflation²⁴. Il est également trop tôt pour dire s'ils ont des retombées négatives importantes, surtout s'ils sont utilisés sur une longue durée.

Pour cette raison, il est indispensable d'apporter des précisions sur notre panoplie d'outils dans le cadre de l'entente de maîtrise de l'inflation. L'existence d'un plan d'urgence crédible facilite l'atteinte de la cible d'inflation, même en temps normal²⁵.

Plusieurs questions se posent à ce chapitre. L'une d'elles est liée à la suggestion de l'ancien président de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, de s'en tenir au ciblage de l'inflation en temps normal, mais de passer à une cible fondée sur le niveau des prix quand la politique monétaire traditionnelle se heurte à la contrainte de la valeur plancher²⁶. Le principe sous-jacent est que, dans des circonstances exceptionnelles, si la banque centrale indique plus clairement qu'elle vise une inflation plus élevée, les attentes en seront modifiées et les prix

²³ Voir Z. He (2010), [*Evaluating the Effect of the Bank of Canada's Conditional Commitment Policy*](#), document d'analyse du personnel n° 2010-11, Banque du Canada. Pour en savoir plus sur la façon dont l'engagement conditionnel et d'autres indications prospectives ont fonctionné concrètement, voir M. Woodford (2012), « *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound* », *The Changing Policy Landscape*, actes d'un colloque sur les politiques économiques tenu par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), p. 185-288.

²⁴ A. Reza, E. Santor et L. Suchanek (2015), [*Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound*](#), document d'analyse du personnel n° 2015-14, Banque du Canada; S. D. Williamson (2017), « [*Quantitative Easing: How Well Does This Tool Work?*](#) », *Regional Economist*, Banque fédérale de réserve de St. Louis, 3^e trimestre.

²⁵ R. Amano, T. Carter et S. Leduc (à paraître), *Precautionary Pricing: The Disinflationary Effects of ELB Risk*, document de travail du personnel, Banque du Canada.

²⁶ Voir B. Bernanke (2017), *Temporary Price-Level Targeting: An Alternative Framework for Monetary Policy*, The Brookings Institution; R. Mendes et S. Murchison (2014), « Les indications prospectives ne devraient-elles pas être dépendantes du passé? », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 13-25; et J. Hebden et D. López-Salido (2018), *From Taylor's Rule to Bernanke's Temporary Price Level Targeting*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « *Finance and Economics Discussion* », n° 2018-051. Mendes et Murchison (2014) se penchent sur une idée similaire à celle de Bernanke (2017), mais sous l'angle d'indications conditionnelles subordonnées à l'évolution de la conjoncture.

monteront. Voilà une autre idée à rajouter à notre liste, même si elle est sans aucun doute aussi imparfaite. En effet, l'échec du Japon dans sa tentative de faire monter le taux d'inflation soulève des questions quant à l'efficacité de cette stratégie, surtout dans le contexte actuel de faible inflation²⁷.

Cela soulève une autre question, plus délicate, quant au rôle exact attendu de la politique monétaire²⁸.

La plupart des pays se sont dotés de stabilisateurs automatiques – comme un régime d'assurance-chômage ou un barème progressif d'impôt sur le revenu –, fort utiles en période de ralentissement économique. Les études préliminaires menées par la Banque donnent à penser que, par rapport à une situation où la politique monétaire serait le seul instrument d'intervention mobilisable, les propriétés stabilisatrices de l'appareil budgétaire du Canada réduisent les risques de devoir abaisser le taux directeur au-dessous de zéro²⁹.

Plusieurs participants à notre récent colloque sur le ciblage de l'inflation ont cherché à savoir quelle combinaison de politiques monétaire et budgétaire est la mieux adaptée pour parer à des circonstances exceptionnelles. Outre la combinaison exacte, le contexte compte : la politique budgétaire doit suivre une trajectoire viable pour que la politique monétaire atteigne son objectif de stabilité des prix³⁰. Il s'agit de questions importantes, mais qui ne sont pas du ressort des banques centrales.

Il est de plus en plus admis que des politiques macroprudentielles efficaces peuvent aussi accroître la marge de manœuvre de la politique monétaire. Par exemple, en période prolongée de bas taux d'intérêt, un resserrement des règles

²⁷ Voir H. Nakaso (2017), [*Evolving Monetary Policy: The Bank of Japan's Experience*](#), discours prononcé dans le cadre d'un séminaire sur les activités des banques centrales tenu sous les auspices de la Banque fédérale de réserve de New York.

²⁸ E. M. Leeper (2010), « Monetary Science, Fiscal Alchemy », *Macroeconomic Challenges : The Decade Ahead*, actes d'un colloque sur les politiques économiques tenu par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), p. 361-434. M. Eichenbaum (2018), *Talk at G7 Meeting on Unconventional Fiscal Policy*, communication présentée à Montebello (Québec), 7 février; 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; et C. Meh et S. S. Poloz (2018), « Investing in Monetary Policy Sovereignty: Ideas from the Periphery », [*Monetary Policy Spillovers in a Financially Integrated World*](#), actes d'un colloque tenu par la Banque centrale du Danemark, Copenhague (Danemark).

²⁹ Les simulations effectuées avec le modèle TOTEM montrent que si les dépenses publiques et les transferts ne variaient pas au cours du cycle économique, la probabilité pour le taux directeur de descendre sous 0 % atteindrait quelque 17 % au lieu de 13 % environ.

³⁰ F. S. Mishkin et K. Schmidt-Hebbel (2001), *One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?*, document de travail n° 8397, National Bureau of Economic Research; T. J. Sargent et N. Wallace (1981), « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », *Quarterly Review*, Banque fédérale de réserve de Minneapolis, vol. 5, n° 3, p. 1-17; C. Sims (2016), « Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence », communication présentée dans le cadre d'un colloque sur les politiques économiques tenu à Jackson Hole (Wyoming) du 25 au 27 août; F. Bianchi et L. Melosi (2017), *The Dire Effects of the Lack of Monetary and Fiscal Coordination*, document de travail n° 2017-19, Banque fédérale de réserve de Chicago.

de financement hypothécaire ou des critères d'admissibilité peut contrer un niveau élevé de l'endettement des ménages ou d'autres causes d'intensification des vulnérabilités financières. La politique monétaire peut ainsi mieux se concentrer sur l'atteinte de la cible d'inflation.

Il reste encore beaucoup à apprendre sur les effets des différentes mesures macroprudentielles et leur interaction avec la politique monétaire. Tout au long de ce processus d'apprentissage, nous pourrons mettre à profit l'expérience accumulée avec notre régime de ciblage de l'inflation. Cela sous-entend de travailler avec nos partenaires pour renforcer davantage le cadre de politiques macroprudentielles en clarifiant les objectifs, les outils et les dispositifs de gouvernance utilisés. Cette démarche permettrait d'améliorer la prévisibilité et l'efficacité non seulement des politiques macroprudentielles mais aussi de la politique monétaire.

Conclusion et prochaines étapes

Pour conclure, permettez-moi de dire quelques mots sur l'orientation de nos travaux en vue du prochain renouvellement, en 2021, de l'entente relative au cadre de conduite de la politique monétaire du Canada.

Notre régime de ciblage de l'inflation a sans aucun doute favorisé le bien-être économique et financier des Canadiens. Les dix années d'expérience accumulées depuis la crise nous ont toutefois enseigné qu'il n'est pas parfait.

Il est temps de réévaluer les autres options. La Banque comparera exhaustivement les cadres les plus prometteurs afin de déterminer s'il y en a de meilleurs. Ce faisant, elle nouera le dialogue avec le milieu universitaire et d'autres banques centrales, ainsi qu'avec des intervenants du secteur privé et des Canadiens que ces questions intéressent.

Nous devons miser sur la simplicité, et nous concentrer sur des objectifs clairs que la politique monétaire peut réellement atteindre. Nous devons aussi évaluer son incidence sur les gens. C'est plus ambitieux qu'il n'y paraît. Nous devrons améliorer nos méthodes pour prendre en compte des facteurs comme les effets de redistribution et la stabilité financière. Nous devrons enfin veiller à ce que les outils et les mesures de politique publique appropriés soient disponibles pour faire face à d'éventuelles circonstances exceptionnelles.

Au moment où nous nous efforçons de renforcer notre cadre de conduite de la politique monétaire, nous comptons sur les personnes qui s'intéressent vivement aux politiques publiques – certains d'entre vous, peut-être – pour contribuer à nos travaux.