



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Stephen S. Poloz
Gouverneur de la Banque du Canada
Chambre de commerce du Montréal métropolitain
Montréal (Québec)
21 février 2019

Vers 2021 : la puissance – et les limites – de la politique monétaire

Introduction

Les responsabilités que nous assumons comme banque centrale du pays sont énoncées dans la *Loi sur la Banque du Canada*. Selon le préambule de la *Loi*, nous avons pour mandat de « favoriser la prospérité économique et financière du Canada ». C'est une noble mission.

Toutefois, on oublie souvent de citer les mots qui précèdent cet énoncé : « autant que possible par l'action monétaire ». Même en 1935, les rédacteurs de la *Loi* reconnaissaient que la politique monétaire n'est pas toute puissante. Il y a des limites à ce qu'elle peut faire. Et c'est de trois de ces limites que j'aimerais vous parler aujourd'hui.

Avec l'expérience, nous comprenons ces limites de mieux en mieux. Il y a quarante ans, on croyait généralement que le pouvoir de la politique monétaire était très limité. Aujourd'hui, surtout après la crise financière mondiale, les gens semblent plutôt convaincus de son efficacité.

Tous les cinq ans, la Banque lance un vaste processus de recherche et de consultation publique pour recommander au gouvernement comment elle devrait remplir son mandat. Notre prochaine recommandation est prévue pour 2021. C'est donc un bon moment pour faire le point sur notre compréhension de la puissance – et des limites – de la politique monétaire. C'est ce que je me propose de faire aujourd'hui.

L'efficacité du ciblage de l'inflation

Depuis plus de 25 ans, la Banque axe sa politique monétaire directement sur le maintien de l'inflation à un niveau bas. Ceux qui ont vécu l'inflation des années 1970 comprennent bien pourquoi elle a fait ce choix. Mais de moins en moins de gens se rappellent à quel point la vie était difficile à cette époque. Non seulement l'inflation était bien plus élevée qu'aujourd'hui, mais elle variait beaucoup d'une année à l'autre. Pour les ménages comme pour les entreprises, prendre des décisions financières était très risqué.

Je tiens à remercier Jing Yang de l'aide qu'elle m'a apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 21 février 2019
à 12 h 45, heure de l'Est

Il n'a pas été facile de sortir de ce climat de forte inflation. Les banques centrales ont dû mettre fin à la psychose inflationniste en augmentant fortement les taux d'intérêt de 1979 à 1981. À mon arrivée à la Banque, en 1981, le taux affiché moyen des prêts hypothécaires de cinq ans a atteint un sommet de plus de 20 %. Pouvez-vous vous imaginer de payer un taux de 20 % sur un prêt hypothécaire à taux fixe de cinq ans? Aujourd'hui, la plupart de ces prêts ont un taux de moins de 4 %.

Pour éviter de nouvelles poussées d'inflation, en 1991, la Banque du Canada a été l'une des premières banques centrales à adopter ce qu'on appelle un régime de ciblage de l'inflation. Et bientôt, de nombreuses autres grandes banques centrales ont fait de même.

En gros, la Banque agit sur l'inflation en abaissant ou en relevant les taux d'intérêt pour stimuler ou ralentir l'économie. L'idée est de maintenir un équilibre entre l'offre et la demande globales, et de stabiliser ainsi l'inflation. Des taux d'intérêt bas stimulent la demande en incitant les gens et les entreprises à emprunter, à dépenser et à investir. Des taux élevés ont l'effet contraire.

Le ciblage de l'inflation est en fait beaucoup plus complexe et difficile que cela. Beaucoup de facteurs qui ont une influence sur l'offre et la demande échappent à notre contrôle. De plus, nos mesures de politique monétaire prennent jusqu'à deux ans pour faire sentir tous leurs effets. C'est pourquoi nous travaillons toujours avec des prévisions sur deux ans de l'activité économique et de l'inflation, et que nous cherchons à agir sur l'évolution future de ces deux facteurs.

Le point à retenir, c'est que nous disposons d'un seul instrument de politique monétaire dans ce régime : notre influence sur les taux d'intérêt. Cela représente la première limite importante au pouvoir de la politique monétaire. Avec un seul instrument à notre disposition, nous ne pouvons viser qu'un seul objectif. Si nous ciblons l'inflation, nous ne pouvons pas nous servir des taux d'intérêt pour viser en même temps d'autres objectifs, comme le taux de change ou le taux de chômage. Évidemment, quand nous modifions les taux d'intérêt pour maintenir l'inflation à la cible, cela a aussi un effet temporaire sur d'autres choses, comme la croissance économique et l'emploi. Mais, en fin de compte, l'inflation est la seule cible de notre politique.

À la fin des années 1980, lorsqu'on a commencé à envisager sérieusement le ciblage de l'inflation, beaucoup doutaient de son efficacité. Il a cependant donné les résultats escomptés. Les attentes d'inflation se sont fermement ancrées à notre cible de 2 %. Le fait que tant de gens n'aient plus conscience des graves problèmes que soulèvent une inflation et des taux d'intérêt élevés et variables est un signe de notre réussite. C'est en quelque sorte notre cadeau à la génération suivante : mes enfants ne paieront jamais des taux d'intérêt comme ceux que j'ai connus.

Notre bilan ne se résume pas à une inflation et des taux d'intérêt plus bas et plus stables. En effet, des attentes d'inflation bien ancrées augmentent l'efficacité de la politique monétaire. L'économie s'ajuste plus rapidement aux chocs que par le passé. Les entreprises et les ménages peuvent aussi faire des projets à plus long terme. Il est beaucoup plus facile de négocier les salaires. Les cycles économiques se sont atténués. Le taux de chômage est plus faible en moyenne et varie moins. Ces observations sont basées sur l'expérience mondiale du début des années 1990 au milieu des années 2000, une période tranquille de quinze ans qu'on appelle la « Grande Modération ».

Tous ces succès ont amené beaucoup de gens à conclure que le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible est la meilleure contribution possible de la politique monétaire à l'économie. Cela paraît moins ambitieux que le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada*, mais les résultats obtenus ont été très convaincants.

Néanmoins, l'idée très répandue que le maintien de l'inflation à un niveau bas et stable permettrait d'éviter que l'économie ne déraile s'est avérée mal fondée. La crise financière mondiale a mis en lumière la deuxième limite importante de la politique monétaire : un bas niveau d'inflation peut quand même mener à l'accumulation de dangereux déséquilibres économiques. En effet, une période prolongée de stabilité économique et financière peut inciter les gens à prendre des risques excessifs et à s'endetter de plus en plus. Le manque de vigilance des autorités réglementaires a aussi joué un grand rôle.

Les déséquilibres peuvent fragiliser l'économie en amplifiant l'effet des chocs qui la frappent. La banque centrale peut alors avoir du mal à atteindre sa cible d'inflation pendant un certain temps. Autrement dit, une inflation basse et stable peut être une condition *nécessaire*, mais pas *suffisante*, pour assurer une croissance économique durable. J'y reviendrai un peu plus tard.

Les dangers de taux bas sur une longue période

Les différentes autorités monétaires et budgétaires ont tout mis en œuvre pendant plus de dix ans pour remettre leur économie respective sur les rails.

En 2014, il semblait que nous étions à moins d'un an de rentrer à bon port, c'est-à-dire de nous retrouver dans une situation où l'économie tourne aux limites de sa capacité, où l'offre et la demande sont en équilibre et où l'inflation est à la cible. C'est quand l'économie est à bon port qu'elle peut connaître une croissance soutenue sans mesures de relance.

Malheureusement, l'économie a encaissé un sérieux revers vers la fin de 2014, lorsque les prix du pétrole se sont effondrés. La Banque a abaissé son taux directeur deux fois en 2015, pour le ramener à un niveau très expansionniste de 0,5 %, afin d'aider l'économie à surmonter ce choc. Le gouvernement a également pris des mesures de relance budgétaire. Durant les deux ou trois années qui ont suivi, l'économie est rentrée graduellement à bon port : les capacités excédentaires se sont résorbées et l'inflation est revenue à la cible. Dans ce contexte, la Banque a commencé à réduire la détente monétaire exceptionnelle en place, en relevant le taux directeur de 1,25 point de pourcentage en tout, pour le porter à 1,75 %. Mais comme ce taux reste plus bas que l'inflation, il est clair que la politique monétaire stimule encore l'économie aujourd'hui.

En fait, la politique monétaire stimule l'économie depuis beaucoup plus longtemps que personne ne l'avait prévu au début de la crise, en 2008. Et nous avons vu ce qui se passe quand on maintient les taux à des niveaux très bas pendant très longtemps. Tout d'abord, la situation a été difficile pour les gens qui ont comme source de revenus les intérêts versés sur leur épargne, comme les retraités. Par ailleurs, les gens se sont beaucoup endettés, surtout en obtenant des prêts hypothécaires et des lignes de crédit hypothécaires. En 2017, le ratio de la dette au revenu disponible des ménages avait atteint un niveau record; le ménage moyen devait alors plus de 1,70 \$ pour chaque dollar de revenu disponible. Si on ne tient pas compte des ménages sans prêt hypothécaire, ce ratio devient beaucoup plus élevé, soit près de 3 \$ pour chaque dollar

de revenu disponible. De plus, les prix des logements montaient en flèche dans certaines grandes villes canadiennes.

Cela nous ramène à la deuxième grande limite de l'efficacité de la politique monétaire que j'ai mentionnée plus tôt. Lorsque les taux d'intérêt restent bas longtemps, la dette peut atteindre des niveaux risqués tant pour les emprunteurs que pour l'ensemble de l'économie. Quand les ménages sont fortement endettés, ils ont plus de mal à faire face à une période de chômage. L'effet des chocs peut être amplifié dans un contexte d'endettement élevé, ce qui peut mener à une sous-performance économique persistante.

Permettez-moi d'illustrer mes propos en décrivant ce qui aurait pu arriver si nous n'avions pas commencé à relever les taux d'intérêt ces deux dernières années, alors que l'économie était en voie de rentrer à bon port. D'après nos modèles, si nous avions maintenu le taux directeur à 0,5 % depuis la mi-2015, la croissance économique aurait été plus forte, ce qui n'a rien de surprenant. Le niveau du PIB serait d'environ 2 % plus élevé que maintenant. Cela semble positif, mais l'inflation serait également plus forte : elle se situerait près de la limite supérieure de notre fourchette cible de 1 à 3 % et continuerait très probablement à augmenter. Devant cette perspective, il nous faudrait relever les taux d'intérêt vigoureusement pour ramener l'inflation à la cible d'ici un an ou deux.

Une hausse vigoureuse des taux d'intérêt causerait des problèmes aux ménages très endettés, évidemment. En effet, si nous avions laissé le taux directeur à 0,5 %, leur dette serait encore plus lourde aujourd'hui : elle serait de plus de 60 milliards de dollars plus élevée, ce qui représente à peu près 2 000 dollars de plus par Canadien. Et il est certain que les prix des logements seraient encore plus élevés maintenant, soit d'environ 5 % à l'échelle nationale, selon nos modèles.

Ce scénario montre comment la politique monétaire peut agir non seulement sur la croissance et l'inflation dans l'économie en général, mais aussi sur les vulnérabilités financières. Autrement dit, en poursuivant sa cible d'inflation, la Banque peut provoquer des effets secondaires qui rendent l'économie vulnérable aux nouveaux chocs. C'est ce qui s'est passé durant la Grande Modération, puis durant la reprise qui a suivi la crise financière mondiale. Bien sûr, comme la Banque n'a qu'un seul instrument, elle ne peut pas essayer de gérer ces effets secondaires de façon indépendante sans mettre en péril sa cible d'inflation.

Par conséquent, les décideurs ont besoin d'instruments supplémentaires pour lutter contre ces effets secondaires. À cette fin, le Canada a mis au point un certain nombre de ce qu'on appelle des « politiques macroprudentielles ». On peut penser, entre autres, aux nouvelles règles sur les prêts hypothécaires, comme la fameuse ligne directrice B-20, qui a été mise en application par le Bureau du surintendant des institutions financières. Ces mesures ont pour but de réduire la vulnérabilité de l'économie en s'assurant que les emprunteurs vont pouvoir gérer leur dette même lorsque les taux d'intérêt vont monter. Je tiens à souligner que l'objectif de ces mesures a toujours été d'améliorer la qualité de la nouvelle dette des ménages, et non de ralentir les marchés du logement. Cela dit, plusieurs provinces et municipalités ont établi des règles qui visent spécifiquement à limiter la hausse des prix des logements.

Pour nous aider à bien utiliser ces outils macroprudentiels, il nous faut un moyen d'évaluer l'importance économique des vulnérabilités financières à mesure qu'elles

évoluent. Cela nous permettrait de tenir compte des effets secondaires de la politique monétaire.

Dernièrement, la Banque a commencé à utiliser un cadre qui estime dans quelle mesure la croissance économique est menacée par les vulnérabilités financières. Quand on prévoit la croissance économique, il y a toujours une série de résultats possibles autour de cette trajectoire projetée. Une hausse des vulnérabilités financières augmente la probabilité que le profil de croissance de l'économie soit beaucoup plus faible en cas de choc économique, du fait que ce choc interagit avec le niveau élevé d'endettement, par exemple. On appelle « croissance exposée au risque » l'écart entre notre scénario le plus probable et le scénario défavorable où les risques pour la stabilité financière se réalisent. Ainsi, nous pouvons estimer avec nos modèles dans quelle mesure la croissance économique est exposée au risque.

Revenons au scénario où le taux directeur serait resté à 0,5 % depuis 2015. Comme je l'ai déjà dit, la production économique serait plus forte, mais l'inflation s'approcherait aujourd'hui de 3 % et continuerait probablement de grimper. La dette des ménages et les prix des logements seraient eux aussi plus élevés, et l'économie serait donc plus vulnérable à un nouveau choc économique. Le risque que ces vulnérabilités affaiblissent la croissance économique – et par conséquent l'inflation – augmenterait sur toute la durée du scénario.

Heureusement, nous n'avons pas suivi ce scénario. De plus, des politiques macroprudentielles et budgétaires ont été mises en place, et tout cela a permis d'obtenir de meilleurs résultats économiques.

Il est important de comprendre le rôle qu'a joué la politique budgétaire expansionniste. D'après nos modèles, si la politique budgétaire n'avait pas changé après l'effondrement des prix du pétrole à la fin de 2014, la Banque aurait dû fixer les taux d'intérêt jusqu'à 50 points de base plus bas de 2015 à 2018 pour ramener l'économie à bon port. Au lieu de la mi-2017, il aurait fallu jusqu'à la fin de 2018 pour que l'économie rentre à bon port et que l'inflation soit à la cible. Cela démontre qu'avec des taux d'intérêt bas et un niveau d'endettement élevé, la politique monétaire est moins efficace que la politique budgétaire pour stimuler l'économie.

Par ailleurs, cette trajectoire plus basse des taux d'intérêt aurait mené à une dette des ménages et à des prix des logements encore plus élevés. Selon notre cadre de la croissance exposée au risque, un nouveau choc économique aurait été encore plus susceptible de faire dévier l'économie vers un scénario de faible croissance et d'inflation inférieure à la cible.

Ce qu'il faut retenir, c'est que le dosage des politiques monétaire, budgétaire et macroprudentielles est important. Dans certaines circonstances, en misant moins sur des taux d'intérêt bas pour ramener l'économie à bon port, on peut la rendre plus résiliente.

Les limites sur le plan des connaissances

Même s'il peut être difficile d'imaginer des scénarios contrefactuels, ces simulations montrent certains des arbitrages auxquels les décideurs sont confrontés. Elles révèlent aussi la troisième limite importante de la politique monétaire : la façon dont l'incertitude restreint la marge de manœuvre du décideur.

Les modèles économiques complexes sont des outils indispensables pour les économistes, surtout ceux qui travaillent dans les banques centrales. Or, tous ces outils sont fondés sur des moyennes historiques et reposent sur plusieurs hypothèses simplificatrices qui ne se vérifient pas nécessairement dans la pratique. Chacune des relations dans les modèles de la Banque ne vise qu'à reproduire comment une partie de l'économie va se comporter en moyenne au fil du temps.

L'importance de cette incertitude se trouve amplifiée par le fait que notre politique agit dans l'avenir. Les décisions que nous prenons aujourd'hui ne vont faire sentir tous leurs effets que dans deux ans. Au hockey, quand on passe la rondelle, il faut viser là où le joueur va être et non là où il se trouve. L'impression de mouvement dans l'économie accentue les incertitudes qu'il faut prendre en compte dans nos modèles et nos prévisions.

Le fait est que, pour mener la politique monétaire, il faut une bonne dose de jugement. Au lieu du processus mécanique réglé au quart de tour que bien des gens imaginent, la politique monétaire ressemble beaucoup plus à un exercice de gestion des risques. Comme nous l'avons dit dans la dernière annonce de la Banque sur les taux d'intérêt, nous estimons que nous allons devoir relever le taux d'intérêt directeur avec le temps jusqu'à l'intérieur d'une fourchette neutre, c'est-à-dire jusqu'à un niveau où il ne stimule ni ne freine la croissance économique. Cependant, la trajectoire jusqu'à cette fourchette neutre est très incertaine. Nous allons surveiller les données à mesure qu'elles seront disponibles, et utiliser notre jugement pour réagir aux incertitudes et gérer les risques connexes.

Parmi les grandes incertitudes auxquelles nous devons faire face aujourd'hui, mentionnons l'effet des taux d'intérêt plus élevés sur les gens déjà très endettés. Avec la hausse des taux, ces personnes vont devoir consacrer une plus grande partie de leurs revenus au service de leur dette, et donc dépenser moins sur d'autres biens et services. Étant donné le niveau d'endettement élevé, il est clair que la hausse des taux va se faire sentir sur l'ensemble de l'économie plus que par le passé. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous avons augmenté les taux d'intérêt de façon graduelle.

Les marchés du logement sont en train de s'adapter non seulement aux taux d'intérêt plus élevés, mais aussi aux nouvelles lignes directrices et règles hypothécaires qui visent directement à modérer certains de ces marchés. Compte tenu de cette situation unique, nous suivons de près l'évolution du secteur du logement. L'activité y a été un peu plus faible que prévu récemment. Ce sont surtout les reventes qui ont été modestes, ce qui laisse supposer qu'il y a peut-être eu plus d'effervescence sur certains marchés du logement qu'on ne l'avait d'abord cru. Les marchés du logement qui n'étaient pas aux prises avec une guerre d'enchères semblent s'adapter conformément à nos attentes. Mais avec plus de données, nous allons pouvoir mieux comprendre l'ensemble de la situation sur le marché canadien du logement.

La Banque s'intéresse aussi de très près aux perspectives des investissements des entreprises, qui ont été moins robustes que nos modèles l'indiquaient ces deux dernières années, surtout à cause de l'incertitude entourant l'avenir de l'Accord de libre-échange nord-américain. Même s'il y a encore de l'incertitude quant à la ratification du nouvel Accord Canada-États-Unis-Mexique, la Banque s'attend à ce que les dépenses d'investissement regagnent en vigueur cette année, surtout avec les nouvelles règles fédérales d'amortissement accéléré des immobilisations. Cependant, il faut reconnaître que l'avenir de l'environnement commercial international est très incertain

présentement. Une escalade de la guerre commerciale menée par les États-Unis serait évidemment néfaste pour les perspectives, mais une résolution du conflit donnerait un nouvel élan à l'économie mondiale et à l'économie canadienne.

Compte tenu de ces incertitudes, nous avons maintenu le taux directeur à 1,75 % depuis octobre dernier. Notre approche va continuer de dépendre fortement des données, à mesure que les choses évoluent au Canada et à l'étranger.

Conclusion

Permettez-moi de conclure.

Au fil du temps, nous avons appris à quel point la politique monétaire peut être puissante. Le Canada a plus d'un quart de siècle d'expérience avec le ciblage de l'inflation. Et cette expérience nous a montré que c'est en utilisant la politique monétaire pour maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible que la Banque peut le mieux remplir son mandat.

Évidemment, il y a plusieurs façons de maintenir l'inflation à un niveau bas et stable. D'ici le renouvellement de notre entente sur la cible de maîtrise de l'inflation avec le gouvernement, en 2021, nous allons mener des recherches approfondies et de vastes consultations sur les autres cadres de politique monétaire possibles.

En même temps, nous ne devons jamais perdre de vue qu'il y a des limites au pouvoir de la politique monétaire. Nous n'avons qu'un seul instrument à notre disposition. L'histoire montre que même une politique monétaire très efficace peut engendrer des effets secondaires néfastes. Et l'incertitude s'invite partout dans la conduite de la politique monétaire. La mise au point des politiques macroprudentielles et leur amélioration future s'annoncent très prometteuses pour remédier à certaines de ces limites. Le reste n'est peut-être qu'une question d'efforts et d'ingéniosité.

D'ici 2021, nous allons continuer de travailler fort pour mieux comprendre la puissance, et les limites, de la politique monétaire. Nous tirons des leçons importantes sur les interactions entre les différents types de politiques. Je sais que certains des meilleurs économistes du monde se penchent sur cette question, tant à la Banque qu'ailleurs. Et nous allons avoir beaucoup d'autres choses à dire à ce sujet d'ici le prochain renouvellement.