



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Discours de Nicolas Vincent
Sous-gouverneur externe
Banque du Canada
Chambre de commerce et industrie de
Sherbrooke
Le 19 septembre 2024
Sherbrooke, Québec

En coulisses : les décisions de politique monétaire

Introduction

Bonjour et merci pour l'invitation.

Je suis bien content de me trouver parmi vous ce matin. Même si j'ai fait beaucoup de randonnée, de camping et de ski dans les Cantons de l'Est, j'avoue ne jamais avoir vraiment eu la chance de découvrir Sherbrooke. Je suis donc particulièrement impatient de passer les deux prochains jours dans votre belle ville.

Comme Bruno l'a mentionné, je suis professeur à HEC Montréal et sous-gouverneur externe à la Banque du Canada. À ce titre, je fais partie du Conseil de direction à part entière, et je participe donc à toutes les discussions relatives à la politique monétaire et à la stabilité financière.

L'objectif de la Banque au moment de créer un poste externe, à temps partiel, était d'obtenir une perspective fraîche de la part de quelqu'un qui ne venait pas du milieu des banques centrales, mais qui, idéalement, s'y connaissait un peu en économie! La bonne nouvelle, c'est que mes recherches et mon expérience en enseignement et dans le secteur public en début de carrière s'avèrent très utiles pour mon rôle à la Banque. Cela dit, malgré cette expérience, j'ai dû en apprendre beaucoup depuis mon entrée en fonction en mars 2023, en particulier à propos du processus qui mène aux décisions sur les taux d'intérêt.

Au début du mois, face aux progrès récents dans notre lutte contre l'inflation, la Banque a annoncé une troisième baisse consécutive de 25 points de base de son taux directeur, pour le faire passer à 4¼ %. Je ne vous surprendrai probablement pas en disant que ces annonces-là sont plus agréables à faire que celles sur les hausses! Il faut dire que les décisions de la Banque ont généré beaucoup d'attention, d'intérêt et de débats ces dernières années. C'est tout à fait normal : elles ont un impact sur tout le monde, à plusieurs niveaux, et on en est conscient. On sait que les ménages sont préoccupés par le coût de la vie, le

renouvellement de leur hypothèque, le prix des logements et les loyers, et le fait que les emplois se font plus rares. Étant donné l'importance de nos décisions, elles ne doivent donc pas être prises à la légère. Et 18 mois après mon arrivée à la Banque, je peux vous confirmer qu'elles ne le sont pas : nos annonces de taux sont fondées sur énormément d'analyse et de réflexion.

Mais comment est-ce qu'on arrive à prendre ces décisions? En quoi consiste ce processus exactement? On me pose souvent des questions de ce type depuis mon entrée en fonction. Et de manière générale, je constate beaucoup d'intérêt et de curiosité envers notre travail et nos responsabilités. C'est pourquoi la Banque met beaucoup d'efforts pour bien faire comprendre la politique monétaire à tout le monde, de façon claire et simple. D'ailleurs, si vous allez sur le site web de la Banque, vous trouverez des renseignements détaillés qui expliquent notre travail et notre processus décisionnel. On veut que les gens sachent ce qu'on fait.

Mais malgré tous nos efforts, la réalité est que le grand public en sait peu sur notre fonctionnement et sur les étapes qui nous amènent à décider d'augmenter, de maintenir ou de baisser notre taux directeur. Et c'est probablement aussi le cas pour plusieurs d'entre vous. Au fond, quand j'y réfléchis, ce n'est pas si surprenant; même en tant que macroéconomiste, j'en connaissais assez peu sur le processus avant d'entrer en poste.

Mon objectif aujourd'hui, c'est de vous amener en coulisses et de vous parler de ce qui se passe derrière les portes closes : les étapes du processus, les sources de données qu'on utilise, l'élaboration de nos projections, mais aussi les débats, les divergences d'opinions et les façons d'en arriver à un consensus. Comme vous allez le réaliser, prendre une décision de politique monétaire est un peu plus compliqué que peser sur un bouton pour qu'un ordinateur fasse ses calculs et que tout se mette en place! Je vais également vous parler du côté un peu plus personnel de la chose, de ce qui m'a surpris et de ce que j'ai appris à travers mon expérience.

Analyses et consultations

Tout d'abord, laissez-moi débiter par un résumé très succinct de la politique monétaire. L'objectif au cœur du mandat de la Banque, c'est de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, c'est-à-dire à la cible de 2 %. L'outil principal dont elle dispose pour le faire est son taux directeur. Quand il fluctue, ça a un effet sur plusieurs autres taux d'intérêt dans l'économie, notamment les taux hypothécaires et ceux sur les prêts aux entreprises. Donc, si en réponse à un taux d'inflation trop élevé, la Banque monte son taux directeur, le coût de l'emprunt augmente. Cela fait baisser la demande parce que les gens ont moins d'argent à dépenser pour des choses comme des sorties au resto ou des vêtements, et les entreprises repoussent certains projets. Quand l'activité économique ralentit, l'inflation baisse, ce qui indique que la politique monétaire fonctionne.

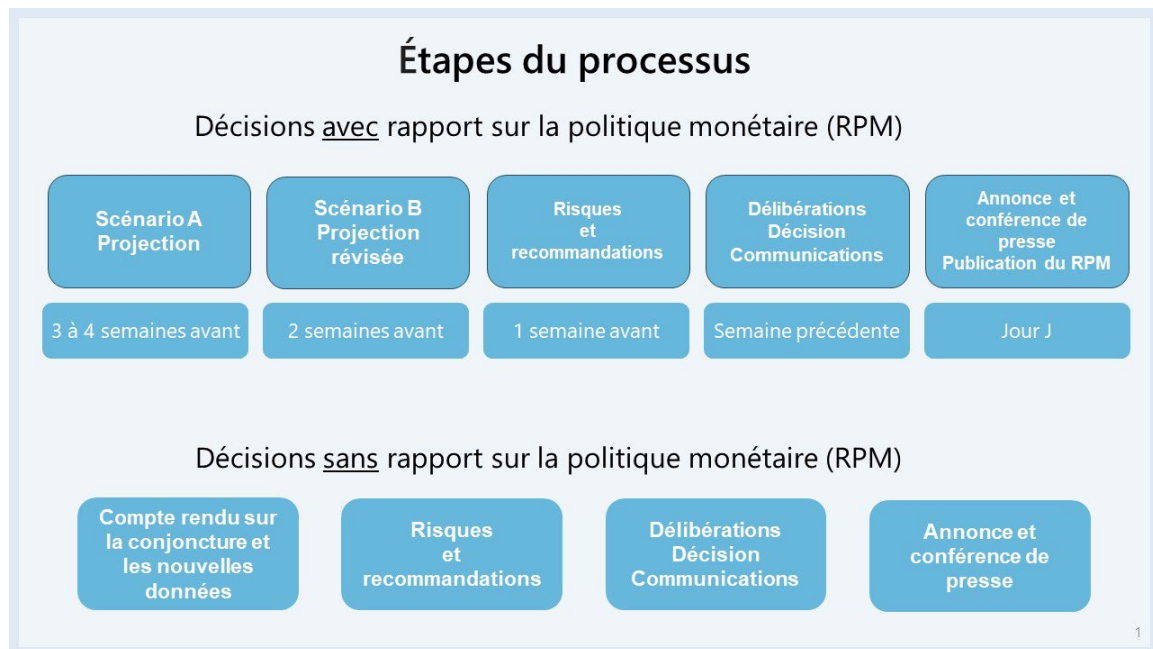
Tout ça peut paraître simple en théorie, mais c'est un peu plus compliqué en pratique, parce que nos actions n'ont pas un impact immédiat. Je suis sous-gouverneur depuis 18 mois, ce qui correspond au temps qu'il faut pour observer le plein effet de la politique monétaire sur l'inflation. Parce qu'on prend toujours

des décisions pour l'avenir, on doit beaucoup se fier à nos prévisions économiques.

De plus, les effets de nos actions sont complexes et incertains. Ainsi, comme l'entreprise qui fait face à une grande part d'inconnu lorsqu'elle évalue l'adoption d'une nouvelle technologie, nous devons faire des choix dans un contexte de grande incertitude. D'où l'importance d'être bien informés et bien conseillés.

Afin d'obtenir le meilleur portrait possible de la situation économique, on a accès à un ensemble très vaste de données, d'analyses et de points de vue. Lorsqu'on me demande de résumer succinctement l'essence même du travail de sous-gouverneur, je réponds souvent que je suis un gros agrégateur d'information : avec mes collègues, mon rôle est de mettre en place toutes les pièces du casse-tête pour en arriver à une décision éclairée. Aujourd'hui, j'aimerais vous expliquer ce que ça veut dire de manière tangible.

Chaque année, la Banque prend huit décisions de politique monétaire, ce qui veut dire que huit fois par année, la Banque doit décider de monter, de maintenir ou de baisser son taux directeur. Quatre de ces huit annonces de taux coïncident avec la publication du Rapport sur la politique monétaire (le RPM), comme celle de juillet dernier. Le RPM brosse un portrait de l'économie mondiale et canadienne, que ce soit au niveau de la production et des dépenses, du marché du travail et, bien sûr, de l'inflation. Il contient notre projection quant à la croissance et à l'inflation, et les risques qui l'entourent à un horizon de deux ans.



Le processus entourant nos décisions commence environ un mois avant l'annonce. À ce moment-là, le personnel de la Banque présente aux membres du Conseil de direction sa projection économique. C'est ce qu'on appelle le scénario A; il est fondé sur nos modèles macroéconomiques, nos enquêtes, ainsi que nos analyses sur différents secteurs et composantes de l'économie, sur la stabilité

financière et sur l'activité dans les marchés financiers. Bref, étant donné qu'on n'a pas de boule de cristal, on se fie aux données récentes et à nos modèles de projection pour nous projeter dans l'avenir¹. Pendant plusieurs heures, on débat des hypothèses et des risques entourant la projection, ainsi que d'autres scénarios préparés par le personnel.

Puis, une dizaine de jours plus tard, les conseillers et les économistes de la Banque nous présentent le scénario B, c'est-à-dire leur projection révisée à la suite de nos commentaires et, s'il y a lieu, des nouveaux développements depuis le scénario A. C'est à cette projection qu'on se fie pour prendre notre décision de taux d'intérêt.



La réunion sur le scénario A avant la décision sur le taux directeur de juin 2024.

Pour ce qui est des autres annonces sans RPM, comme celle d'il y a deux semaines, plusieurs étapes sont semblables, mais le personnel ne fait pas de nouvelles projections. Il fait plutôt un compte rendu des nouvelles données qui sont sorties depuis la dernière décision et de la façon dont l'économie dans son ensemble a évolué par rapport à nos attentes. Ce qu'il faut mentionner, c'est que même si l'étendue de l'information à laquelle on a accès est différente entre les rondes avec ou sans RPM, toutes les décisions ont la même importance.

Dans tout ce processus, les données de Statistique Canada sur l'inflation, le PIB ou l'emploi sont évidemment inestimables pour nous guider dans nos décisions. Mais ils ont aussi leurs limites. Premièrement, leur caractère agrégé ne nous permet pas de bien apprécier la variété des expériences vécues par la population canadienne. C'est pour ça qu'on passe beaucoup de temps à creuser

¹ Pour en savoir plus, voir Kozicki et J. Vardy, « Communicating Uncertainty in Monetary Policy », Document d'analyse du personnel 2017-14 de la Banque du Canada (2017).
<https://www.banqueducanada.ca/2017/11/document-analyse-personnel-2017-14/>

les données de manière détaillée afin d'analyser ce qui vous inquiète et vous affecte au jour le jour – les loyers et les prix des maisons, les renouvellements d'hypothèque, les prix en épicerie et à la pompe, le temps que ça prend pour trouver un emploi, et j'en passe. Tous ces éléments nous aident à déterminer la trajectoire de l'inflation – c'est-à-dire du coût de la vie – dans les mois et les années à venir.

Deuxièmement, les données pures et dures sont naturellement tournées vers le passé. Pour cette raison, la Banque mène chaque trimestre des enquêtes les perspectives des entreprises et sur les attentes des consommateurs. La nature qualitative et prospective de ces enquêtes nous permet de découvrir différents points de vue sur l'évolution future de l'économie et de broser un portrait plus nuancé de l'activité économique. D'ailleurs, peut-être que certains d'entre vous ont déjà participé à nos enquêtes – merci pour votre contribution à la politique monétaire!

On va aussi à la rencontre du public par le biais de nos activités de rayonnement. On a besoin d'entendre ce que différents acteurs de l'économie ont à dire pour prendre le pouls de ce qui se passe réellement sur le terrain. Les rencontres avec des entreprises, des groupes de citoyens et d'autres organisations nous donnent l'occasion d'écouter, d'apprendre et de mieux comprendre leur situation. L'information qu'on reçoit nous aide à interpréter les données statistiques et contribue à nos prévisions. Le rayonnement nous donne aussi l'occasion d'expliquer notre rôle au public.

C'est d'ailleurs ce que je compte faire durant mon passage à Sherbrooke. Entre autres, j'aurai la chance de participer à une table ronde avec Entreprendre Sherbrooke, d'échanger avec des étudiants d'université et de rencontrer des élus locaux. Des fois, nos activités de rayonnement ont des conséquences inattendues. Le printemps dernier, je suis allé faire une visite à Rimouski, la ville où j'ai grandi. Après mes entrevues pour des médias locaux, j'ai reçu des messages d'amis d'enfance que j'avais perdus de vue!

Je veux faire une parenthèse ici. Comme vous le voyez, on est à l'écoute de beaucoup de monde, mais je tiens à préciser que la Banque prend seule ses décisions de politique monétaire. Cela a pour effet de la protéger des objectifs politiques à court terme et de l'influence des groupes de pression.

L'indépendance d'une banque centrale est encore plus importante lorsque les décisions deviennent difficiles, comme c'est le cas ces dernières années.

La prochaine étape du processus a lieu environ une semaine avant la décision. Il s'agit de la réunion des Risques et Recommandations. C'est l'occasion pour les conseillers et les représentants des départements économiques de faire connaître leurs points de vue et de débattre du pour et du contre d'une hausse, d'un maintien ou d'une baisse du taux directeur. Le tout se termine par un grand tour de table où chacun livre sa recommandation et ses arguments. Comme vous pouvez le constater, on ne manque pas de conseils et d'opinions! Si la décision est en fin de compte la responsabilité du Conseil, elle est vraiment le fruit d'un énorme travail d'équipe.

Une fois que les membres du Conseil ont reçu et étudié les analyses et les avis, ils s'assoient à l'abri des regards pour évaluer la situation dans son ensemble et

en arriver à une décision. Et je vais maintenant vous expliquer comment ça se passe!

Le moment des délibérations

Avant de discuter du déroulement des délibérations, laissez-moi vous révéler un secret... À la Banque du Canada, derrière une porte en bois massif, se trouve une salle de réunion nommée en l'honneur du troisième gouverneur de la Banque, Louis Rasminsky. C'est là que se tiennent toutes les discussions entourant les décisions de taux. Je l'appelle affectueusement la « chambre secrète »!

Il s'agit d'une salle sécurisée où les stores sont toujours baissés, et je peux vous dire qu'il faut montrer patte blanche avant d'entrer. Une fois qu'on y est, aucune communication n'est permise avec le monde extérieur et l'utilisation des appareils électroniques est strictement encadrée. Quand on parle de délibérations secrètes, ce n'est pas des blagues! La Banque prend la sécurité très au sérieux et avec raison : des fuites pourraient entraîner des conséquences importantes. Après tout, plusieurs parties prenantes attendent nos décisions avec impatience, notamment les marchés financiers.

Bon, alors, parlons maintenant un peu de ces fameuses délibérations! Concrètement, une fois que tous les membres du Conseil sont dans la salle, le gouverneur ouvre la réunion. C'est lui qui préside la séance et guide la conversation. Lors du premier tour de table, il donne la chance à chacun des membres de donner son opinion sur l'évolution de l'économie mondiale et canadienne, et sur les perspectives entourant la croissance et l'inflation. Je vous révèle autre chose : les sous-gouverneurs prennent généralement la parole en ordre inverse de séniorité au sein du Conseil, entre autres pour éviter que les nouveaux se laissent influencer par les anciens. Ensuite, c'est au tour de la première sous-gouverneure et du gouverneur de donner leurs points de vue, ce qui suscite d'autres discussions. Puis, on passe au deuxième tour de table : c'est le moment d'exprimer notre avis sur la politique monétaire et de débattre de la décision à propos des taux.

Ce processus n'est pas coulé dans le béton. Le contenu et la forme de nos discussions s'adaptent à la situation du moment, selon ce qui nous préoccupe le plus en termes de conjoncture économique et de risques. Par exemple, lorsque je suis arrivé en poste en mars 2023, certaines banques régionales américaines venaient de faire faillite, et donc les questions de stabilité financière ressortaient beaucoup dans nos discussions. Ces derniers mois, la ténacité des pressions inflationnistes au niveau du logement et de certains autres services occupe une place importante dans nos discussions.

Mais après toutes ces délibérations, comment en arrivons-nous à une décision? Contrairement à d'autres banques centrales où les membres votent, comme la Banque fédérale américaine ou la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada prend ses décisions par consensus. On doit donc se mettre d'accord sur la marche à suivre, même si on entre dans la salle Rasminsky avec différents points de vue. Parce que non, on ne partage pas toujours le même avis sur tout.

Il est tout à fait normal qu'on ait des divergences d'opinions. Après tout, chaque membre du Conseil possède une expertise distincte qui est le fruit de ses études et de ses expériences antérieures. Mais c'est justement cette diversité et cette complémentarité qui nous permettent d'avoir des échanges riches et constructifs, et d'en arriver à prendre des décisions éclairées.

Alors comment en arrive-t-on à forger un consensus malgré nos différences? C'est là que le processus organique de nos délibérations devient important. Dans certains cas, les interventions des autres nous amènent à affiner ou même revoir notre lecture des données. D'autres fois, des collègues soulèvent des points ou mettent en lumière des dimensions qui ne nous étaient pas venues en tête. D'ailleurs, c'est là selon moi une des forces de notre processus décisionnel : la nécessité d'en arriver à un consensus nous oblige à porter réellement attention à la diversité d'opinions au sein du Conseil, puis à discuter entre nous afin de trouver une position commune.

Il faut aussi réaliser qu'atteindre un consensus ne veut pas dire que tous les membres du Conseil doivent avoir des points de vue similaires sur l'évolution de l'économie et des taux d'intérêt dans les mois à venir. Ce que ça veut dire, c'est qu'ils arrivent à s'entendre sur la meilleure décision à prendre à un moment précis dans le temps². De toute manière, la réalité est qu'au fur et à mesure que de nouvelles données sont publiées et que de nouveaux éléments pertinents deviennent disponibles, ces divergences d'opinions ont tendance à s'estomper.



Les membres du Conseil de direction discutent dans la salle Rasminsky.

Qu'importe la forme précise des délibérations, laissez-moi vous assurer que tout le monde autour de la table est sans cesse conscient du poids de ces décisions.

² Pour en savoir plus, voir T. Macklem, « Les éléments d'information et d'analyse préalables à la prise des décisions de politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada* (été 2002).
https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/06/macklem_f.pdf

De mon côté, j'en ai pris la pleine mesure lors de la décision de juin 2023, ma deuxième à la Banque.

Durant l'année précédant mon arrivée, la Banque avait augmenté le taux d'intérêt de manière vigoureuse, soit de 0,25 à 4,5 %, pour s'attaquer à la forte inflation. Au début de 2023, la Banque indiquait qu'elle allait prendre une pause pour évaluer l'incidence des hausses de taux sur l'économie et l'inflation. Mais les données sorties depuis avril nous montraient que l'économie avait été plus énergique que prévu au premier trimestre et que le taux de l'inflation avait légèrement augmenté. Face à ces développements, on en est arrivé à la conclusion qu'il nous fallait monter de nouveau le taux directeur. À la fin de la réunion du vendredi après-midi, le gouverneur nous a dit : « Partons chacun de notre côté pour la fin de semaine. Laissons décanter cette décision, puis revenons lundi matin à tête reposée pour en rediscuter ».

C'est durant cette fin de semaine là que j'ai pris pleinement conscience de la responsabilité qui venait avec mon nouveau poste. Des discussions autour de la politique monétaire, j'en ai eu de nombreuses fois durant ma carrière académique, que ce soit avec des collègues ou des étudiants. La différence, c'est qu'en tant que sous-gouverneur, ces discussions ne sont plus abstraites et théoriques. J'ai réalisé à ce moment-là que j'étais désormais une des six personnes dont la décision aurait un impact direct sur les coûts d'emprunt de millions de personnes comme vous et d'entreprises comme les vôtres. Croyez-moi quand je vous dis que c'est une prise de conscience qui donne un peu le vertige et force l'humilité.



Le gouverneur Tiff Macklem et le sous gouverneur externe Nicolas Vincent prennent des notes durant les délibérations.

La communication de la décision

Une chose qui va peut-être vous surprendre, tout comme moi au début, c'est que le rôle du Conseil de direction ne s'arrête pas au moment où la décision est prise. Communiquer les raisons qui l'ont mené à trancher est presque aussi important que la décision elle-même. Avec l'aide de l'équipe des communications, tous les membres participent activement à l'élaboration des messages clés et à la rédaction des communiqués de presse et des déclarations préliminaires. Si vous saviez le temps qu'on passe à réfléchir à la façon de bien se faire comprendre et à essayer de trouver le mot juste... dans les deux langues!

J'ai réalisé avec le temps que ce n'était pas un exercice toujours facile. Par exemple, lors de la décision de juillet dernier, on a indiqué que les risques à la baisse sur l'inflation revêtaient désormais une plus grande importance dans nos délibérations. Certains l'ont interprété comme signifiant que selon nous, ces risques s'étaient accrus. Mais ce qu'on essayait plutôt d'expliquer, c'est qu'avec la cible désormais en vue, on accordait plus d'attention à la possibilité que l'inflation passe sous la barre des 2 %.

Comme vous le voyez, les différences d'interprétation peuvent être très subtiles, ce qui rend le choix des mots extrêmement important. J'aime croire que toutes ces années à expliquer des concepts complexes à mes étudiants me donnent un certain avantage!

Même si je suis en poste depuis peu de temps, j'ai déjà pu constater à quel point l'approche de la Banque au niveau des communications est en constante évolution. Traditionnellement, seules les décisions avec un rapport sur la politique monétaire étaient accompagnées d'une conférence de presse. Depuis cette année, c'est le cas pour chacune des huit annonces de taux. Cela nous donne l'occasion d'expliquer systématiquement au public notre lecture de l'économie et le raisonnement qui a mené à la décision. De plus, après la décision, les membres du Conseil offrent des séances d'information et font régulièrement des entrevues dans les médias.



La première sous-gouverneure Carolyn Rogers et le gouverneur Tiff Macklem durant une conférence de presse pour expliquer la décision sur le taux directeur.

Enfin, depuis janvier 2023, un résumé des délibérations est publié en ligne deux semaines après chaque décision. Celui-ci fournit des détails sur notre lecture de la conjoncture économique et des risques entourant les perspectives d'inflation, de même que sur les éléments sur lesquels il y avait convergence d'opinion, et les sujets qui ont suscité plus de débats parmi les membres du Conseil. Le résumé des délibérations de septembre a d'ailleurs été publié hier.

Finalement, la Banque est sans cesse à la recherche de nouvelles façons de communiquer et de nouveaux canaux pour rejoindre le plus de monde possible. D'ailleurs, un petit clin d'œil : la Banque a des comptes sur YouTube, X, Instagram, Facebook et LinkedIn! Suivez-nous!

Conclusion

C'est maintenant le temps de conclure. J'ai participé à 12 décisions jusqu'à maintenant. Dès mes premiers jours à la Banque, j'ai toujours senti que mon regard externe et mes connaissances étaient non seulement utiles pour mon travail, mais aussi valorisés par mes collègues du Conseil et par l'institution dans son ensemble.

Je le dis avec entière sincérité, j'ai la conviction de contribuer à la mission d'une organisation rigoureuse et diligente. Une organisation sensible au fait que l'efficacité des mesures qu'elle prend est étroitement liée à sa crédibilité.

Cette crédibilité, elle se mérite. Cette crédibilité, elle repose sur la confiance que nous porte la population, sur sa conviction que nos actions, même lorsqu'elles sont difficiles pour celles et ceux qu'elles touchent directement, sont dictées par notre promesse de maintenir l'inflation à un niveau faible, stable et prévisible.

Vous savez, la Banque est tout à fait consciente de ses responsabilités envers la population canadienne : rigueur, professionnalisme, humilité, honnêteté et transparence.

Voilà les ingrédients dont elle a besoin pour maintenir la confiance du public. Et c'est à cet impératif de transparence que j'ai voulu contribuer aujourd'hui en vous parlant de notre processus de décision. C'est ce processus qui nous a permis de traverser bien des tempêtes par le passé : que ce soit une récession, une crise économique et même une pandémie. Et il nous aidera à tenir notre promesse envers la population canadienne de ramener et maintenir l'inflation à la cible. Cela restera toujours la meilleure façon pour nous de soutenir l'économie.

Merci.