



BANQUE DU CANADA

Vers une politique monétaire plus transparente et plus crédible

Allocution prononcée par

Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada

à

l'École des Hautes Études Commerciales
Montréal (Québec)
le 9 octobre 1996

Ne pas publier avant le 9 octobre 1996
à 19 h, heure avancée de l'Est

Allocution prononcée par Gordon G. Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'École des Hautes Études Commerciales
Montréal (Québec)
le 9 octobre 1996

Vers une politique monétaire
plus transparente et plus crédible

Je suis heureux et honoré de l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui de prendre la parole à l'École des Hautes Études Commerciales, l'alma mater de mon collègue Bernard Bonin. Nous nous faisons de plus en plus un devoir à la Banque du Canada de saisir les occasions qui nous sont offertes d'expliquer la politique monétaire et d'engager un dialogue avec les Canadiens et les Canadiennes. D'abord, nous avons une obligation, en tant qu'institution publique, de rendre compte de nos actes. Mais surtout, nous comprenons que l'économie fonctionnera mieux si les gens sont bien renseignés sur l'orientation de la politique monétaire, et si nous sommes nous-mêmes bien informés.

La conduite de la politique monétaire a beaucoup changé depuis le début de la présente décennie. Cette transformation découle de la décision, prise par le gouvernement canadien et la Banque du Canada en février 1991, de viser des cibles explicites de maîtrise de l'inflation. L'adoption de cibles quantifiées sert à clarifier l'objectif de la politique monétaire. Cela encourage la Banque à rendre davantage compte de ses actes et contribue à accroître la crédibilité de la politique monétaire.

Dans la conférence qu'il a prononcée en 1982 sous les auspices de la Fondation Per Jacobsson¹, le gouverneur Bouey présentait la politique monétaire menée au Canada jusque-là comme un long apprentissage. Un apprentissage dont la principale leçon pour les autorités monétaires était de ne jamais perdre de vue l'objectif du maintien de la valeur de la monnaie. En se gardant de donner à l'inflation un point de départ, elles favoriseraient une meilleure tenue de l'économie au fil des ans.

Je me propose de vous présenter aujourd'hui la suite de cet apprentissage. Mais avant de parler des avantages de l'adoption de cibles explicites de maîtrise de l'inflation, j'aimerais rappeler ceux de la stabilité des prix.

1. Les avantages de la stabilité des prix

Le maintien de l'inflation à un bas niveau est un objectif commun à la plupart des banques centrales. La Banque du Canada n'a toutefois pas choisi cet objectif dans le but d'être à la mode. Nous l'avons choisi parce que c'est celui qui permet à la politique monétaire de contribuer le mieux à la bonne tenue de l'économie en longue période. Nous ne voyons pas la stabilité des prix comme une fin en soi, ni comme une panacée : elle est plutôt le moyen dont dispose la Banque du Canada pour promouvoir une économie plus dynamique, plus en mesure d'accroître la prospérité des Canadiens et des Canadiennes. Comment cela? D'une part, parce que la politique monétaire n'a en fin de compte d'influence durable que sur l'inflation; d'autre part, parce que l'inflation comporte des coûts importants pour l'économie du fait qu'elle fausse la prise de décisions des agents économiques. Parce qu'elle entraîne une redistribution arbitraire des revenus et de la richesse, l'inflation porte les gens à concentrer leurs efforts sur les moyens d'en tirer le meilleur parti. Elle accroît les rigidités du marché du travail et réduit la capacité d'adaptation de l'économie. Elle décourage les efforts de

1. «Politique monétaire - À la recherche d'un point d'ancrage». Le texte de cette conférence est reproduit dans la livraison de septembre 1982 de la *Revue de la Banque du Canada*.

maîtrise des coûts et la recherche de méthodes de production plus efficaces et encourage plutôt les investissements spéculatifs. De plus, par son interaction avec la structure des impôts, l'inflation introduit des distorsions importantes dans les décisions d'investissement.

Certaines personnes craignent qu'en orientant la politique monétaire exclusivement sur la maîtrise de l'inflation, les autorités monétaires négligent l'activité économique et l'emploi. Qu'elles se rassurent! Le maintien de l'inflation à l'intérieur d'une fourchette cible agit comme stabilisateur de l'économie. Ainsi, un affaiblissement de la demande, parce qu'il risque de faire tomber le taux d'inflation sous la fourchette, sera contré par une détente monétaire. Tout comme une expansion de la demande susceptible de pousser le taux d'inflation au-delà de la fourchette sera contenue par un resserrement de la politique monétaire. L'influence que la politique monétaire exerce sur l'expansion de la demande sert donc à aligner cette dernière sur le potentiel de production.

Si les autorités monétaires ne font pas preuve d'une vigilance de tous les instants à l'égard de l'inflation, elles provoqueront, par leur inaction ou par la timidité de leurs mesures, une dérive de l'inflation et un enracinement des attentes inflationnistes. Comme tôt ou tard il leur faudra bien reprendre les rênes de l'inflation, la tâche sera d'autant plus ardue qu'il faudra alors contrecarrer les attentes d'inflation. Les fluctuations économiques seront de ce fait plus accentuées, les périodes de surchauffe conduisant à des récessions.

Il convient d'apporter une distinction ici entre la **réduction** de l'inflation et son **maintien** à un bas niveau. La réduction de l'inflation nécessite un ajustement à la baisse des attentes d'inflation et peut comporter des coûts de transition, ce qui n'est pas le cas du maintien de l'inflation à un bas niveau.

Il est généralement admis que les gains provenant de la réduction de l'inflation dépassent les coûts de transition lorsque l'inflation est élevée. Là où les opinions sont plus partagées, c'est lorsqu'il s'agit de déterminer jusqu'où la réduction de l'inflation doit aller.

Certains craignent en effet que si l'on abaisse l'inflation sous un certain seuil, l'économie soit privée d'un lubrifiant. Ils soutiennent qu'il est plus facile de réaliser un ajustement des salaires entre travailleurs lorsqu'il n'est pas nécessaire de procéder à des diminutions. Et l'inflation permet cela. Je dois dire que cette thèse suppose un degré d'illusion monétaire que je trouve difficile à concilier avec le comportement observé des salaires en période d'inflation. Les recherches empiriques présentées à un colloque sur la stabilité des prix tenu à la Banque du Canada en 1993 n'ont d'ailleurs pas permis de l'appuyer. Il est vrai que ces recherches n'étaient pas concluantes puisqu'elles ne portaient pas sur une période de faible croissance des salaires moyens. L'expérience récente nous fournira des renseignements plus utiles à cet égard. Aussi, avons-nous entrepris de nouvelles études sur la question; ces études seront présentées lors d'un deuxième colloque que la Banque tiendra sur la stabilité des prix le printemps prochain. Nos recherches n'étant qu'à leur début, je me contenterai de faire remarquer ici qu'un examen initial des grands accords salariaux conclus entre 1992 et 1994 dans le secteur privé n'apporte pas un appui catégorique à la thèse de l'inflation comme lubrifiant. J'ajouterai aussi que les comportements des agents économiques ne sont pas immuables, mais qu'ils s'adaptent aux circonstances. On peut s'attendre qu'en régime de stabilité des prix, les gens vont graduellement délaissier les réflexes inflationnistes qu'ils ont développés dans l'environnement incertain d'une inflation élevée.

De toute façon, je rappelle que la Banque du Canada ne vise pas présentement la **réduction** de l'inflation, mais bien son **maintien** à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %.

2. Les avantages de l'adoption de cibles explicites de maîtrise de l'inflation

En février 1991, de concert avec le gouvernement canadien, la Banque du Canada a arrêté une série de cibles décrivant la trajectoire visée de l'inflation jusqu'à la fin de 1995. L'objectif établi était de ramener le taux de croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation dans une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, le gouvernement et la Banque ont annoncé le **maintien** de cette fourchette de 1 à 3 % jusqu'à la fin de 1998, estimant qu'il serait approprié de donner aux Canadiens et aux Canadiennes le temps de s'adapter à un bas taux d'inflation. Cela nous permettait également d'acquérir davantage d'expérience dans la conduite des affaires en situation de faible inflation avant d'arrêter une définition plus précise de la stabilité des prix.

Dans son suivi de l'évolution de l'inflation, la Banque porte une attention particulière à l'indice des prix à la consommation sans les composantes très volatiles que sont l'alimentation, l'énergie et les effets de première vague d'une modification des impôts indirects. Mais il est important de souligner que l'objectif demeure la maîtrise de l'inflation définie en fonction de l'indice global des prix à la consommation.

Les banques centrales qui poursuivent l'objectif de la stabilité des prix n'ont pas toutes choisi la voie de cibles d'inflation explicites. À cet égard, la Banque du Canada fait figure de pionnière, étant la seconde, après la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, à avoir opté pour des cibles quantifiées. Depuis, les banques centrales d'autres pays, dont le Royaume-Uni, l'Australie, la Finlande, la Suède, ont emboîté le pas.

La décision d'adopter des cibles quantifiées en matière d'inflation était motivée par un besoin de clarté. Au début des années 90, le Canada venait d'enregistrer une montée de

l'inflation. Il ne suffisait pas à la Banque d'annoncer son intention de réaliser la stabilité des prix pour convaincre les gens de fonder leurs décisions sur cette base. D'autant plus que cette déclaration d'intention ouvrait la porte à diverses interprétations. Le fait que la Banque, de concert avec le gouvernement, adopte des cibles quantifiées a donné à la politique monétaire un point d'ancrage plus concret.

2.1 Les cibles d'inflation dans la conduite de la politique monétaire

L'orientation de la politique monétaire n'est pas un exercice de science exacte. Les mesures prises pour atteindre les cibles visées sont fondées sur des prévisions, forcément imparfaites, de ce que sera l'inflation dans six à huit trimestres. Toutefois, en gardant le cap sur un objectif précis, la Banque peut éviter que des erreurs s'accumulent.

Par ailleurs, en expliquant les mesures qu'elle prend pour atteindre les cibles de maîtrise de l'inflation, la Banque peut contribuer à rendre sa politique plus compréhensible et plus prévisible. Et, aujourd'hui, il m'est possible d'affirmer que la conduite de la politique monétaire est un processus beaucoup plus transparent qu'il ne l'était par le passé.

À cet effet, la Banque du Canada publie, depuis le printemps 1995, un rapport semestriel sur la politique monétaire. Dans ce rapport, nous informons les gens sur la tenue générale de l'économie canadienne et les tenons au courant des perspectives d'inflation. Les explications fournies dans le rapport visent à aider le lecteur à mieux comprendre les mesures de politique monétaire.

Afin de donner une indication encore plus claire de l'orientation de la politique monétaire, nous avons apporté quelques changements à la mise en oeuvre de cette politique. Vers le milieu de 1994, nous avons adopté une fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à

un jour. Depuis janvier 1996, nous informons le public des variations de cette fourchette par communiqué de presse. Et depuis février 1996, la Banque établit son taux d'escompte à la limite supérieure de cette fourchette opérationnelle, plutôt qu'en fonction des taux des bons du Trésor à trois mois comme c'était le cas depuis 1980. La nouvelle façon de procéder permet d'éviter la confusion sur l'orientation de la politique monétaire, car elle fait porter l'attention sur le taux qui est le plus directement influencé par les mesures de politique monétaire.

2.2 L'existence de cibles modifie les comportements des agents économiques

L'adoption des cibles de maîtrise de l'inflation n'a pas seulement encouragé une plus grande transparence dans la conduite de la politique monétaire; elle a aussi entraîné des modifications des comportements des agents économiques. Au cours des dernières années, on a vu les attentes inflationnistes du public s'aligner progressivement sur les cibles annoncées. On observe également que les entreprises veillent davantage qu'auparavant à la maîtrise des coûts et axent leurs décisions sur l'augmentation de la productivité.

Comme ces changements sont graduels, il est difficile de dire s'ils sont le fruit de la publication des cibles ou s'ils découlent simplement des résultats obtenus sur le front de l'inflation. De toute évidence, les résultats jouent un rôle primordial : mais vous conviendrez avec moi que les gens peuvent difficilement deviner les intentions de la banque centrale uniquement sur la base des résultats obtenus. Comme les autorités monétaires n'ont qu'une influence indirecte sur l'inflation, il n'est pas toujours facile de voir où elles veulent en venir. En fournissant des cibles explicites en matière d'inflation, elles donnent une indication objective et claire de la voie qu'elles entendent suivre. De plus, les résultats obtenus peuvent être vérifiés à la lumière de ces cibles et, lorsque des écarts se produisent, la banque centrale

devra donner de bonnes explications pour maintenir la crédibilité de la politique monétaire.

3. L'expérience canadienne récente

L'évolution de l'inflation au Canada a été relativement satisfaisante au cours des dernières années. Après avoir enregistré une chute beaucoup plus rapide que prévu en 1991 et 1992, le taux d'inflation, corrigé de l'effet des variations des impôts indirects, s'est maintenu à l'intérieur de la fourchette visée. En août 1996, le glissement annuel de l'indice des prix à la consommation total était de 1,4 %, alors que l'indice hors alimentation, énergie et impôts indirects se chiffrait à 1,3 %.

Pendant ce temps, le Canada a dû relever d'importants défis : restructuration des entreprises, mondialisation des marchés, assainissement des finances publiques et correction des déséquilibres engendrés par les excès spéculatifs des années 80. Je pense ici à l'augmentation incontrôlée des coûts, à l'accumulation d'excédents, notamment dans le secteur de l'immobilier, et à l'alourdissement du fardeau de la dette des ménages. Après la contraction économique qu'a connue le Canada au début de la décennie, la reprise a donc été bien plus lente que prévu. Et, au moment où l'expansion semblait prendre son élan, elle a été brusquement freinée par les perturbations qui ont secoué les marchés internationaux en 1994 et au début de 1995, et par l'inquiétude des investisseurs devant la situation budgétaire et la conjoncture politique au pays. Il en est résulté une augmentation des primes de risque qui s'est répercutée sur les taux d'intérêt. Ces derniers sont donc demeurés relativement élevés, compte tenu du taux d'inflation. Dans ce contexte, les bienfaits d'un faible taux d'inflation ont tardé à se faire sentir.

Il reste que des progrès importants ont commencé à se matérialiser. Au cours des derniers mois, la Banque a pu assouplir sensiblement les conditions monétaires. En effet, grâce à l'assainissement des finances publiques et à

l'amélioration du solde de la balance courante, les taux d'intérêt ont beaucoup baissé. Tant et si bien qu'aujourd'hui, et pour la première fois depuis plusieurs années, le coût du financement à court et à moyen terme au Canada est plus bas qu'aux États-Unis. Ce résultat est bien celui auquel on doit s'attendre étant donné que le taux d'inflation est beaucoup moins élevé ici qu'aux États-Unis. Il montre que le maintien de l'inflation à un bas niveau est une politique de taux d'intérêt faibles, et non pas, comme l'ont souvent prétendu nos critiques, une politique de taux d'intérêt élevés. Par ailleurs, on a observé une meilleure maîtrise des coûts et une amélioration spectaculaire de la position concurrentielle du Canada.

Mais les progrès auraient-ils été plus rapides si la Banque du Canada avait été plus tolérante au chapitre de l'inflation? J'en doute beaucoup. Les années 70 et 80 nous ont appris que l'inflation n'encourage pas les ajustements : au contraire, elle en masque l'urgence. De fait, une bonne partie des difficultés que le Canada a connues ces dernières années ont été aggravées par le retard qu'il a mis à les affronter. À l'heure actuelle, l'économie canadienne est sur la bonne voie. Elle a entrepris une bonne partie des ajustements qui s'imposaient, et les conditions d'une forte expansion de la demande sont réunies. Cela tend à confirmer que la politique monétaire menée par la Banque du Canada contribue à instaurer un climat propice à une croissance économique soutenue. En ce sens, il me semble inapproprié de voir dans les difficultés qu'a connues le Canada un signe que le taux d'inflation aurait été maintenu à un niveau trop bas pour permettre un ajustement harmonieux des salaires relatifs. Cette interprétation minimise l'ampleur des changements profonds survenus au Canada ces derniers temps.

Observations finales

L'intention qu'avaient au départ les autorités monétaires canadiennes lorsqu'elles ont adopté des cibles explicites de maîtrise de l'inflation était de clarifier

l'engagement de la Banque du Canada à l'égard de la réalisation de la stabilité des prix.

L'adoption de cibles concrètes a favorisé une plus grande transparence dans la conduite de la politique monétaire. Cette transparence simplifie la tâche des participants aux marchés, et de ceux et celles qui s'interrogent sur la politique monétaire.

Par ailleurs, le recul de l'inflation a accru la capacité d'adaptation de l'économie en dirigeant l'attention des entreprises sur la maîtrise des coûts et l'amélioration de la productivité. De plus, il a permis une baisse notable des taux d'intérêt à court et à moyen terme.

Il nous reste encore à définir plus précisément l'objectif de la stabilité des prix. Comme je l'ai mentionné plus tôt, des recherches sont présentement en cours à la Banque du Canada pour jeter plus de lumière sur cette question. Mais d'ores et déjà, le comportement de notre économie en situation de faible inflation nous donne des motifs d'encouragement. L'économie canadienne vient de réaliser des transformations majeures, et ses perspectives d'avenir me paraissent très bonnes.