

Renouvellement du mandat de la Banque du Canada Pourquoi l'option de hausser la cible n'a finalement pas été retenue?

Depuis 1991, la Banque du Canada (BdC) base ses décisions de politique monétaire en fonction d'une cible d'inflation, laquelle est mesurée par la variation annuelle de l'indice des prix à la consommation (IPC total). Au début des années 90, l'inflation était plus élevée qu'aujourd'hui et l'objectif a d'abord été de la faire diminuer. Par la suite, à partir de 1995, l'objectif a été de la contenir entre 1 et 3 %, avec une cible médiane de 2 %. Le gouvernement canadien, conjointement avec la BdC, a reconduit cette cible en 1998, en 2001, en 2006 et en 2011. Une nouvelle décision dans ce sens a été prise le 24 octobre dernier.

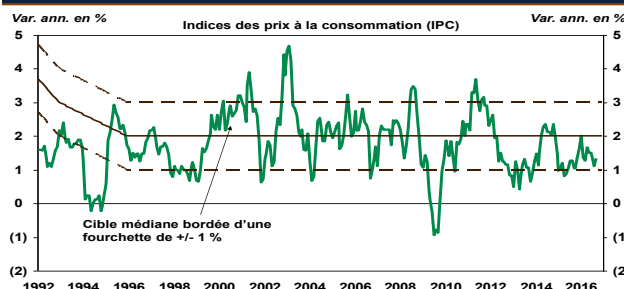
Précédemment à cette décision, la BdC avait laissé entendre que la cible serait peut-être relevée, notamment pour compenser l'effet de la réduction du taux d'intérêt neutre. Elle avait, toutefois, indiqué que la barre était haute pour procéder à un tel changement. Ce *Point de vue économique* revient sur les éléments qui ont encouragé la BdC à considérer ce changement et sur les éléments qui ont vraisemblablement motivé le *statu quo*. Entre autres choses, la décision du 24 octobre peut être interprétée comme une marque de confiance à l'égard des outils de politique monétaire non traditionnels.

UNE RECETTE QUI A FAIT SES PREUVES

Les bienfaits économiques d'une politique monétaire basée sur une cible d'inflation sont nombreux. Une inflation basse, stable et prévisible permet, notamment, de mieux distinguer l'évolution des prix des différents produits et permet de prendre de meilleures décisions de consommation et d'investissement. Cela permet aussi de protéger le pouvoir d'achat des gens ayant des revenus qui n'augmentent pas au même rythme que les prix. Sur le plan financier, les taux d'intérêt de moyen et de long terme sont généralement plus bas dans un régime de ciblage de l'inflation étant donné qu'il y a moins d'incertitude quant à l'évolution future des prix. Enfin, un taux d'inflation bas, stable et prévisible a l'avantage de se renforcer par lui-même en influençant les anticipations inflationnistes. Lorsque les entreprises et les particuliers sont convaincus que la cible d'inflation sera respectée à moyen et long terme, ils sont moins enclins à réagir à des fluctuations de court terme des prix.

En analysant les données canadiennes sur l'inflation depuis les années 1990, on peut constater que la BdC a bien rempli son mandat. L'inflation a rarement dépassé 3 % et s'est rarement maintenue sous 1 %. En moyenne, l'inflation s'est établie près de la cible médiane de 2 % (graphique 1).

Graphique 1 Le ciblage de l'inflation au Canada



Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

POURQUOI UNE CIBLE À 2 %

Devant les avantages d'une inflation basse, stable et prévisible, on pourrait penser qu'une cible à 0 % serait optimale. Néanmoins, il existe plusieurs arguments qui militent pour le maintien d'une inflation légèrement positive. Parmi ceux-ci, on retrouve la difficulté de mesurer l'inflation avec précision, la rigidité à la baisse des salaires et le problème de la borne inférieure des taux d'intérêt.

Plusieurs études ont montré la présence d'un biais d'estimation dans l'indice des prix à la consommation. La dernière mise à jour publiée par la BdC à cet égard date de 2012

et révélait une surestimation d'environ 0,5 % par année de l'IPC durant la période 2005-2011¹. Ce biais serait attribuable aux changements dans les habitudes de consommation mal captés, à des modifications dans la fréquentation dans les différents points de vente au détail et à une mauvaise prise en compte de la qualité des produits. En considérant ce biais, cibler un taux d'inflation à 2 % reviendrait donc à réellement cibler 1,5 %. Il faut cependant mentionner que la méthodologie permettant de calculer l'IPC a été modifiée depuis 2012. Entre autres choses, le panier de consommation de référence est mis à jour plus fréquemment, ce qui pourrait avoir réduit la partie du biais dû aux changements dans les habitudes de consommation, incluant l'introduction de nouveaux produits.

Concernant la rigidité à la baisse des salaires, cibler un taux d'inflation trop faible peut nuire à des ajustements qui seraient profitables pour la création d'emplois et l'économie. Des diminutions réelles de salaires peuvent être requises lorsque le taux de chômage est élevé et que l'économie ne fonctionne pas à plein régime. Cela ne signifie pas que les salaires nominaux, lesquels incluent l'effet de l'inflation, doivent diminuer. D'ailleurs, il est généralement démontré que les travailleurs sont peu enclins à voir leurs salaires amputés. Par contre, ils semblent accepter plus facilement une croissance des salaires inférieure à l'inflation anticipée, ce qui dans les faits équivaut à une réduction de salaire en termes réels. Avec un taux annuel d'inflation convergeant vers 2 %, les salaires réels diminuent dès que les salaires nominaux augmentent de moins de 2 %.

L'élément le plus contraignant pour l'abaissement de la cible d'inflation est toutefois le problème de la borne inférieure des taux d'intérêt. L'incapacité pour les banques centrales de diminuer leurs taux d'intérêt directeurs en dessous d'un certain niveau peut les empêcher de stimuler suffisamment l'économie. Une marge de manœuvre peut cependant être dégagée en analysant le problème sous l'angle des taux d'intérêt réels. Ceux-ci correspondent aux taux d'intérêt nominaux moins l'inflation anticipée. Plus celle-ci est élevée, plus les taux d'intérêt réels peuvent être diminués. Ils peuvent même descendre profondément en territoire négatif. Dans un régime de ciblage de l'inflation, les anticipations inflationnistes tendent à converger vers la cible si la banque centrale est crédible. Le choix d'une cible plus élevée augmenterait donc la marge de manœuvre des autorités monétaires pour baisser les taux d'intérêt réels et stimuler l'économie en cas de besoin.

¹ Patrick Sabourin, « Les biais de mesure inhérents à l'indice des prix à la consommation : une mise à jour », Revue de la Banque du Canada, Été 2012

NOUVEL ENJEU AVEC LA BAISSÉ DU TAUX D'INTÉRÊT NEUTRE

Les différents arguments militant pour un taux d'inflation supérieur à 0 % ont incité la BdC à maintenir une cible médiane de 2 % depuis 1995. Plusieurs autres banques centrales ont d'ailleurs adopté une cible comparable (tableau 1). Un nouvel enjeu est toutefois soulevé depuis quelque temps avec la constatation que le taux d'intérêt neutre a diminué, ce qui augmente la probabilité que la borne inférieure des taux d'intérêt soit atteinte.

Tableau 1 – Cibles d'inflation dans les pays avancés

Pays et zones monétaires	Cibles d'inflation
Canada	2 % +/- 1%
États-Unis	2 %
Zone euro	< 2 %
Royaume-Uni	2 %
Suède	2 %
Norvège	2,5 %
Suisse	< 2 %
Islande	2,5 % +/- 1,5 %
Japon	2 %
Corée du Sud	2 %
Australie	2-3 %
Nouvelle-Zélande	1-3 %

Sources : Diverses banques centrales et Desjardins, Études économiques

Le taux d'intérêt neutre est le taux d'intérêt directeur que l'on devrait observer lorsque l'activité économique se situe à son plein potentiel et que l'inflation se situe à sa cible, une fois passés les effets de tous les chocs cycliques. La BdC estime que le taux neutre réel se situe maintenant entre 0,75 et 1,75 %, ce qui donne entre 2,75 et 3,75 % en ajoutant l'inflation ciblée². Auparavant, on estimait ce taux aux environs de 3 % en termes réels et aux environs de 5 % en ajoutant l'inflation ciblée. La diminution de la croissance moyenne de l'économie est citée comme l'une des raisons expliquant la baisse du taux neutre. L'augmentation du taux d'épargne mondial est également pointée du doigt.

Selon des estimations réalisées par des chercheurs de la BdC, la probabilité que le taux des fonds à un jour soit abaissé à 0 % est passée d'environ 5 % à près de 15 % en raison de la diminution du taux neutre³. Hausser la cible d'inflation permettrait de réduire cette probabilité d'occurrence.

² Banque du Canada, *Rapport sur la politique monétaire*, Avril 2016, page 19. Rhys R. Mendes, *The Neutral Rate of Interest in Canada*, Document d'analyse 2014-5, Banque du Canada, Septembre 2014.

³ Oleksiy Kryvtsov et Rhys R. Mendes, *The Optimal Level of the Inflation Target : A Selective Review of the Literature and Outstanding Issues*, Document d'analyse 2015-8, Banque du Canada, Octobre 2015.



LA LIMITE D'INTERVENTION A ÉTÉ REPOUSSÉE

Un taux des fonds à un jour entre 0 % et 0,25 % a longtemps été considéré comme la limite inférieure d'intervention. Toutefois, alors que plusieurs banques centrales ont atteint cette limite après la crise financière de 2008-2009, de nouveaux outils ont été adoptés pour continuer d'assouplir les conditions monétaires. Parmi ces outils, on retrouve les indications prospectives, les achats massifs d'actif et l'adoption de taux d'intérêt négatifs.

Les indications prospectives (*forward guidance*) sont des indications que donnent les banques centrales sur la trajectoire à venir des taux directeurs. Celles-ci peuvent être formulées de différentes façons. Par exemple, l'horizon de temps où les taux sont appelés à demeurer bas peut être clairement défini ou non, et des conditions ou des seuils en fonction de certaines variables peuvent être ajoutés à la formulation. Cet outil se révèle en général efficace pour modifier les anticipations à l'égard des taux d'intérêt directeurs, et, par ricochet, pour influencer les taux d'intérêt de plus long terme. Cela aiderait également à améliorer la prévisibilité, dans un avenir proche, des taux de rendement à court terme en plus de modifier la sensibilité des variables financières à l'actualité économique⁴.

Les achats massifs d'actif, également appelés politique monétaire quantitative (*Quantitative Easing - QE*), sont une autre façon d'intervenir sur les taux d'intérêt à plus long terme. La prime du terme a notamment tendance à diminuer avec cet outil. Les canaux traditionnels de la politique monétaire sont également sollicités. Les achats d'actif augmentent la quantité de fonds prêtables, ce qui peut encourager le crédit. Ils ont aussi une influence sur le prix des actifs et peuvent donc se traduire par un effet de richesse positif. Enfin, le taux de change va avoir tendance à se déprécier lorsqu'une banque centrale achète massivement des titres.

Les taux d'intérêt négatifs sont une façon plus directe d'abaisser la limite d'intervention des banques centrales. L'expérience a montré que les marchés financiers pouvaient assez facilement s'adapter à des taux négatifs. La transmission à l'économie se fait par les mêmes canaux qu'avec des baisses de taux traditionnelles.

QUAND MÊME DES RÉSERVES SUR CES NOUVEAUX OUTILS

Si l'on pouvait abaisser indéfiniment les taux directeurs en territoire négatif, le problème de la borne inférieure n'existerait tout simplement pas. Dans un discours prononcé en décembre 2015, Stephen Poloz avait indiqué que la limite du taux des fonds à un jour se situait autour de -0,5 %⁵. Plus de détails sur ce seuil ont été présentés dans un article paru dans la *Revue de la Banque du Canada* au printemps 2016⁶. Cette limite découlerait essentiellement du risque de voir les déposants convertir massivement leur avoir en argent liquide pour éviter de payer des intérêts.

Des doutes sont aussi soulevés quant à l'efficacité des baisses de taux en territoire négatif alors qu'elle semble être plus faible que pour des baisses similaires en territoire positif⁷. Cela pourrait être dû en partie à une moins bonne transmission vers les taux de détail. Les institutions financières pourraient notamment craindre de perdre de la clientèle si elle diminuait trop les taux offerts à l'épargne.

Les autres outils non traditionnels ne seraient pas sans défaut. Un document d'analyse de la BdC avait soulevé des bémols quant à l'utilisation des achats massifs d'actifs⁸. L'effet sur la prime du terme pourrait notamment être plus faible pour une petite économie ouverte comme le Canada. De façon générale, il semble aussi y avoir une diminution de l'efficacité de cet outil au fur et à mesure que les montants engagés augmentent. Cela est sans compter les coûts. Appliquer des mesures qui maintiennent des taux d'intérêt extrêmement faibles très longtemps peut amener des problèmes, notamment pour les épargnants, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance-vie. Les marchés financiers peuvent quant à eux faire face à des problèmes de liquidité si trop d'actifs d'une même catégorie sont achetés par la banque centrale. Les gouvernements peuvent aussi souffrir à long terme si la facilité qu'ils ont à émettre de la dette les encourage à réduire leur discipline budgétaire.

⁵ Stephen Poloz, *Préparation prudente : l'évolution des politiques monétaires non traditionnelles*, Discours prononcé à l'Empire Club of Canada, Toronto, 8 décembre 2015.

⁶ Jonathan Witmer et Jing Yang, « Estimation de la valeur plancher au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, Printemps 2016.

⁷ Harriet Jackson, *The International Experience with Negative Policy Rates*, Document d'analyse du personnel 2015-13, Banque du Canada, Novembre 2015.

⁸ Abeer Reza, Erice Santor et Lena Suchanek, *Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound*, Document d'analyse du personnel 2015-14, Banque du Canada, Novembre 2015.

⁴ Karyne Charbonneau et Lori Rennison, *Forward Guidance at the Effective Lower Bound : International Experience*, Document d'analyse du personnel 2015-15, Banque du Canada, Novembre 2015.

LA BARRE ÉTAIT HAUTE POUR PROCÉDER À UN CHANGEMENT

Les taux négatifs et les autres outils non traditionnels offrent certainement une marge de manœuvre supplémentaire à la BdC, mais ils ne sont pas des substituts parfaits au cadre traditionnel de la politique monétaire. La BdC estime néanmoins qu'ils peuvent compenser une bonne partie de la marge de manœuvre perdue par l'importante baisse du taux neutre.

Augmenter la cible d'inflation signifiait aussi de sacrifier des avantages économiques liés à une inflation plus faible. Un aspect intéressant analysé par la BdC est l'effet de redistribution d'un relèvement de la cible d'inflation. Augmenter la cible aurait pu se traduire par un transfert de richesse qui aurait pénalisé les ménages⁹. Il pouvait également y avoir des inquiétudes quant à la mise en place d'une nouvelle cible. Quelle aurait été la réaction des marchés? Les taux d'intérêt de long terme se seraient-ils ajustés à la hausse pour refléter des anticipations d'inflation plus élevées? Au contraire, les anticipations auraient pu rester inchangées, forçant la BdC à assouplir davantage sa politique monétaire. La crédibilité à long terme de la cible d'inflation aurait également pu être menacée.

La BdC avait bien indiqué que la barre était haute pour procéder à un changement. Malgré les avantages d'une cible plus élevée, cela n'en valait pas le coup. Le prochain renouvellement est prévu en 2021. D'ici là, les connaissances continueront de s'approfondir et l'option de relever la cible pourrait devenir encore plus intéressante. Cela pourrait notamment être le cas si la confiance à l'égard des outils de politique monétaire non traditionnels diminuait.

Hendrix Vachon
Économiste senior

⁹ Banque du Canada, *Renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation*, Document d'information, octobre 2016, pages 18-20.