

POLITIQUE MONÉTAIRE

« Il y a maintenant 15 ans que le Canada a adopté un régime de cibles d'inflation pour le guider dans la formulation de sa politique monétaire. Depuis, l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) est descendue au niveau bas, stable et prévisible de près de 2 %, la production réelle s'est accrue en moyenne de 3 % par an et le taux de chômage est tombé à ses niveaux les plus faibles en 30 ans. »

*Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada
concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation
23 novembre 2006*

L'expérience du Canada et d'autres pays dans le monde montre que la meilleure contribution que les autorités monétaires peuvent apporter au bien-être économique des ménages et des entreprises est de suivre une stratégie visant le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. L'atteinte d'un tel objectif ne constitue pas une fin en soi, mais plutôt un moyen de promouvoir une croissance et une stabilité économiques durables. Conçu pour faciliter la réalisation de cet objectif et aider la Banque du Canada à mieux rendre compte de ses actes, le régime de poursuite de cibles d'inflation adopté en 1991 définit une cible explicite à l'égard du taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC). En novembre 2006, le gouvernement canadien et la Banque ont renouvelé leur entente relative au cadre de maîtrise de l'inflation pour une autre période de cinq ans; la cible d'inflation reste donc à 2 %, soit le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %.

La politique monétaire canadienne a donné de très bons résultats en 2006, mais il a fallu relever des défis de taille. Certes, l'inflation mesurée par l'IPC est demeurée à l'intérieur de la fourchette cible pendant la majeure partie de l'année, se chiffrant à 2 % en moyenne; cependant, l'environnement macroéconomique a obligé la Banque à apporter certains ajustements à son principal instrument de politique monétaire : le taux cible du financement à un jour.

En 2006, comme tout au long de la période couverte par le plan à moyen terme 2003-2006, la Banque a analysé l'évolution économique et financière, mené des recherches de grande qualité et fait preuve de clarté et d'ouverture dans ses communications. Au nombre des priorités qu'elle s'était fixées dans son plan à moyen terme figuraient l'approfondissement de l'analyse de l'évolution sectorielle, l'amélioration de ses modèles de projection, l'acquisition d'une meilleure compréhension du contexte extérieur

et des implications de ce dernier pour l'économie canadienne, ainsi que l'évaluation de l'expérience du Canada en matière de cibles d'inflation.

L'atteinte de la cible d'inflation

Le principal défi au chapitre de la politique monétaire en 2006 a été de conserver l'équilibre macroéconomique et de garder le taux d'accroissement de l'IPC près de la cible de 2 %, tout en facilitant l'ajustement qui s'opérait dans un grand nombre de régions et de secteurs d'activité du pays. Au début de l'année, on estimait que l'économie canadienne tournait près de sa capacité de production, et le taux de chômage se maintenait aux alentours de ses niveaux les plus faibles en 30 ans. Pendant les cinq premiers mois de 2006, le taux cible du financement à un jour a été relevé quatre fois de suite, ce qui a atténué la détente monétaire mise en place précédemment afin d'aider l'économie à faire face à des chocs extérieurs.

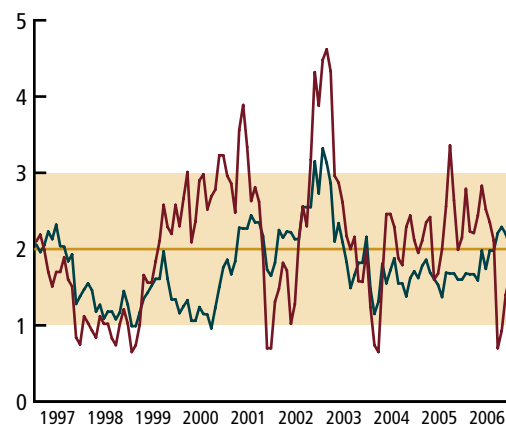
Même si la demande était considérée comme légèrement excédentaire en milieu d'année, la Banque a décidé de laisser son taux directeur à 4,25 % en juillet ainsi qu'aux dates d'annonce préétablies qui ont suivi en 2006. Selon le scénario de référence qu'elle évoquait, et qui faisait état d'un profil équilibré des risques, ce taux se situait à un niveau compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation de 2 % à moyen terme. Lors de son examen annuel de l'économie canadienne, le Fonds monétaire international (FMI) a fait le commentaire suivant : « La Banque du Canada a concilié adroitement [les] risques divergents et pris

la sage décision de laisser les taux d'intérêt inchangés à partir de mai¹. »

L'inflation mesurée par le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC a été très volatile en 2006, passant d'un sommet de 2,8 % en janvier à un creux de seulement 0,7 % en septembre, pour ensuite s'inscrire à 1,5 % en moyenne pendant les derniers mois de l'année (voir le graphique). La variabilité qui a marqué cette période tient surtout aux fluctuations importantes des cours du pétrole et du gaz naturel. Toutefois, le recul notable de l'inflation enregistré au second semestre de l'année est dû à la réduction de un point de pourcentage de la taxe sur les produits et services entrée en vigueur en juillet, combinée à l'annulation de l'incidence de la flambée des prix de l'énergie que l'ouragan Katrina avait provoquée un an plus tôt.

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



— IPC global
— Indice de référence*
■ Fourchette cible de maîtrise de l'inflation
— Point médian de la fourchette cible

* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. Conclusions préliminaires de la mission de consultation au titre de l'article IV menée au Canada par le Fonds monétaire international (FMI) pour 2007, 7 décembre 2006

L'inflation mesurée par l'indice de référence – qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes – a évolué d'une façon fort différente. Elle est demeurée à l'intérieur d'une fourchette étroite de 1,6 à 2,0 % au premier semestre de 2006, puis a atteint un sommet de 2,2 % au dernier trimestre, sous l'impulsion du dynamisme de l'économie et du renchérissement des logements.

Au printemps, la Banque a été confrontée à des défis dans la réalisation de ses objectifs pour le taux du financement à un jour, en raison des fortes pressions à la baisse qui s'exerçaient sur le taux des prêts à un jour garantis par des titres d'État. Pour favoriser l'atteinte de ces objectifs, elle a procédé à de nombreuses opérations de cession en pension et annoncé qu'elle garderait généralement les soldes de règlement à zéro, mais qu'elle ne s'engageait plus à neutraliser l'incidence de telles opérations. Devant la persistance des pressions à la baisse sur les taux des prêts garantis, la Banque a, à l'occasion, laissé le niveau des soldes de règlement tomber en deçà de zéro après avoir effectué des cessions en pension. Ces incitations financières ont encouragé les acteurs du marché à s'échanger des fonds à un jour à des taux plus proches de la cible.

La reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation

Le 23 novembre 2006, la Banque et le gouvernement du Canada ont renouvelé leur entente relative à la maîtrise de l'inflation pour une autre période de cinq ans. Même si les principaux éléments du cadre en place sont restés inchangés, la Banque a pris soin d'examiner auparavant plusieurs questions connexes dans le but de renforcer et de clarifier l'application de ce cadre.

Elle s'est penchée sur trois points en particulier : le rôle de guide que jouent les mesures de l'inflation fondamentale, l'horizon approprié pour le retour de l'inflation à la cible après un choc, et l'attention à apporter aux prix des actifs sous un régime de cibles d'inflation.

Dans la note d'information qu'elle a publiée lors du renouvellement de l'entente, la Banque a aussi indiqué qu'il fallait continuer la recherche afin de déterminer quel type de cadre de conduite de la politique monétaire contribuerait le mieux au bien-être économique des Canadiens dans les décennies à venir. Deux sujets seront étudiés de plus près. On s'interrogera sur les coûts et les avantages qu'il y aurait, d'une part, à adopter une cible d'inflation inférieure à 2 % et, d'autre part, à remplacer la cible d'inflation actuelle par une cible à plus long terme fondée sur le niveau des prix. Au cours des trois prochaines années, la Banque entend diriger un programme de recherche concerté sur ces grandes questions, et elle invite d'autres chercheurs à se joindre à elle dans cette entreprise. L'objectif est de terminer les travaux avant 2011, afin que les parties intéressées aient suffisamment de temps pour discuter des résultats et de leurs implications.

L'évaluation de la conjoncture à l'échelle nationale et internationale

La formulation et la mise en œuvre de la politique monétaire exigent une surveillance exhaustive et minutieuse de la situation au Canada et à l'étranger, de même que la conduite de recherches à long terme. La Banque utilise des informations provenant de Statistique Canada et de nombreuses sources internationales; elle en recueille d'autres dans le cadre de ses activités de liaison externe et des réunions fréquentes tenues avec des représentants de



Activité de liaison en région : Peter Kinley (à gauche), président de Lunenburg Industrial Foundry & Engineering, fait visiter le chantier naval de l'entreprise, situé à Lunenburg, en Nouvelle-Écosse, au sous-gouverneur Tiff Macklem (au centre) et au représentant régional principal David Amirault, en juin 2006.

l'industrie et du monde du travail au pays. Elle combine cette somme de renseignements aux résultats de ses propres travaux, notamment les enquêtes menées par ses cinq bureaux régionaux, afin d'obtenir un portrait plus net de la conjoncture actuelle des économies nationale et mondiale et de leur trajectoire future probable.

Pour établir ses projections et suivre l'évolution à court terme de l'économie canadienne, le personnel s'appuie également sur des modèles économétriques, dont le plus important est TOTEM. Ce nouveau modèle d'équilibre

général dynamique et stochastique de la Banque, devenu pleinement opérationnel au début de 2006, sert au travail de prévision, d'évaluation des risques et de simulation de la politique monétaire portant sur l'économie canadienne². Deux autres grands modèles, MUSE et GEM, fournissent des données sur l'évolution de l'économie américaine et de l'économie mondiale respectivement³.

Parmi les grandes questions que la Banque a examinées en 2006, mentionnons : les risques macroéconomiques associés à la modification

2. Pour en apprendre davantage, consulter l'article intitulé « TOTEM, le nouveau modèle de projection et d'analyse de politiques de la Banque du Canada », paru dans la livraison de la *Revue de la Banque du Canada* de l'automne 2006.

3. MUSE est l'acronyme de *Model of the U.S. Economy* (modèle de l'économie américaine), et GEM, celui de *Global Economy Model* (modèle de l'économie mondiale).

de la composition de la dette des ménages; les déterminants de la production potentielle et de la croissance de la productivité; les liens entre le secteur financier et le secteur réel de l'économie; la sensibilité des importations et des exportations aux mouvements des taux de change et à la progression des revenus; ainsi que les déterminants et les conséquences des ajustements sectoriels et régionaux au Canada.

La recherche à long terme

La Banque n'affecte pas la totalité de ses ressources analytiques aux activités de suivi ou d'établissement des prévisions. Elle accorde tout autant d'attention à la recherche à long terme, qui lui permet de mieux comprendre comment les économies fonctionnent et sont susceptibles de réagir à diverses initiatives des pouvoirs publics.

Le Programme de bourses de recherche de la Banque du Canada

Lancé en 2002, le Programme de bourses de recherche de la Banque vise à encourager et à mettre en valeur la recherche de pointe dans les domaines qui sont au cœur du mandat de l'institution : la macroéconomie, l'économie monétaire, la finance internationale et l'économie des institutions financières et des marchés financiers (y compris les questions liées à la stabilité financière). Les candidats sélectionnés reçoivent une bourse sous forme d'allocation annuelle pour une période renouvelable de

cinq ans, ainsi que des fonds supplémentaires afin de couvrir l'embauche d'assistants de recherche et les frais connexes.

En 2006, la bourse a été décernée à Gregor Smith, dont les travaux sur la macroéconomie empirique, la macroéconomie des économies ouvertes et l'histoire des sciences économiques sont mondialement connus. Cette nomination porte à cinq le nombre de lauréats du programme.



Remise de la bourse de 2006 (de gauche à droite) : le premier sous-gouverneur Paul Jenkins, le gouverneur David Dodge, le titulaire de la bourse, Gregor Smith, professeur à l'Université Queen's, et David Barnard, administrateur et président du Comité de nomination



Durant la période couverte par le plan à moyen terme 2003-2006, la recherche de fond a été centrée sur des thèmes importants tels que les déterminants du comportement des prix et des salaires au Canada, l'incidence de l'accroissement de la productivité et de la modification des tendances démographiques sur la production potentielle, et les ajustements sectoriels aux chocs extérieurs. Il faut cependant signaler qu'une grande part des travaux de longue haleine réalisés en 2005 et en 2006 a été consacrée à la recherche d'améliorations à apporter au régime de cibles d'inflation de la Banque ainsi qu'à l'étude d'enjeux connexes, en prévision du renouvellement de la cible de maîtrise de l'inflation. Ces questions et d'autres sujets d'intérêt sont décrits plus en détail dans le site Web de la Banque, à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/bourses/grandes_lignes_06.html.

Les recherches de la Banque s'enrichissent grâce aux commentaires et à l'éclairage fournis par des intervenants externes et aux partenariats conclus avec des chercheurs de l'extérieur. Cet apport d'idées et les discussions fécondes qu'il tend à engendrer sont soutenus par un ambitieux programme de publications et la participation active du personnel à nombre de colloques, séminaires et ateliers organisés soit par la Banque, soit par des universités, des instituts de recherche ou d'autres entités. En 2006, les économistes de la Banque ont fait paraître 21 études dans des revues à comité de lecture et des ouvrages, produit 49 documents de travail, donné 167 exposés à l'extérieur et tenu 11 colloques et ateliers à la Banque même.