



UNE MEILLEURE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE GRÂCE À DE MEILLEURES RÈGLES DE GOUVERNANCE¹

Jean-Pierre Aubry, économiste

Le 25 mars 2005

ASDEQ, Comité des politiques publiques

Document CPP 2005-01

La conduite de la politique monétaire s'est grandement améliorée ces 15 dernières années, tant au Canada que dans les autres grands pays industrialisés. Le taux d'inflation au Canada demeure à un niveau bas et stable depuis plus d'une douzaine d'années. Durant la dernière décennie, il a fluctué autour d'un taux moyen de 2%, le centre de la cible de la Banque du Canada.² Ce succès s'explique, d'une part, par des gains importants réalisés en science économique, notamment au niveau de la compréhension des mécanismes qui déterminent l'évolution des prix et, d'autre part, par l'adoption de meilleures règles de gouvernance.

Le texte court et non technique qui suit explique quelles sont les règles de gouvernance dont un plus grand usage a été grandement bénéfique pour la conduite de la politique monétaire. Le texte se termine sur une discussion des bénéfices que pourrait générer l'adoption de telles règles pour la conduite d'autres politiques publiques.

I LES FAITS

Le taux d'inflation au Canada n'a pas toujours été à un niveau bas et stable ces cinquante dernières années, comme on peut le voir dans le graphique qui suit. Le taux d'inflation a connu une forte hausse, puis une forte baisse au début des années cinquante qui ont été marquées par une forte hausse de la demande pour nos produits engendrée par l'effort de guerre lié au conflit armé en Corée. De 1955 à 1965, il a été relativement bas et stable. Il a ensuite augmenté graduellement dans la seconde moitié des années 60. Dans les années 70, où nous avons fait face à deux chocs importants du prix du pétrole, le taux d'inflation a été élevé et très instable. À la fin de cette période, il était aux environs de 12% et les attentes, à ce moment-là, étaient que le taux d'inflation allait demeurer près des 10% pour de nombreuses années. La situation était très semblable aux États-Unis. Il

¹ Un merci à Jac-André Boulet et François Dupuis, ainsi qu'à Charles A. Carrier et aux autres membres du Comité des politiques publiques pour leurs commentaires. Un merci également à Annie De Champlain de la Banque du Canada pour le graphique. Les opinions exprimées dans ce texte n'engagent que l'auteur.

² De décembre 1994 à décembre 2004, le taux de croissance annuel moyen de l'Indice des prix à la consommation (IPC) a été de 2,02%.

a fallu des taux d'intérêt à court terme avoisinant les 20% et la forte récession de 1982, qui en a découlé, pour briser cette spirale inflationniste et réduire le taux d'inflation aux environs de 4%. Après être demeuré à ce niveau durant une grande partie des années 80, le taux d'inflation s'est accru de nouveau à la fin des années 80, alors que l'économie se rapprochait enfin de la pleine utilisation des capacités de production. Les gestionnaires de la politique monétaire, tant au Canada qu'aux États-Unis, ont dû donner un autre coup de freins et le taux d'inflation a été réduit aux environs de 2% et il fluctue dans un corridor relativement étroit autour de ce niveau depuis plus d'une douzaine d'année.



Face à cette évolution du taux d'inflation, deux questions viennent à l'esprit :

1. Comment expliquer la forte hausse de l'inflation observée durant les années 70 ?
2. Comment a-t-on réussi à maintenir l'inflation à un niveau bas et stable ces douze dernières années ?

Il n'est pas facile de répondre à la première question. Il y a de nombreuses raisons et interprétations de cet échec. La prochaine section, plutôt que de répondre directement à cette question, présente ce que les banques centrales ont appris durant cette période. Cette description nous permet alors de mieux répondre à la seconde question.

II LES LEÇONS TIRÉES DES ANNÉES 70

L'expérience des années 70 a permis à plusieurs banques centrales et gouvernements de mieux comprendre les énoncés suivants :

- **Un taux d'inflation élevé et instable nuit à la performance économique.** Les années 70 ont été marquées par un taux de croissance

relativement faible du PIB et de la productivité.³ Une politique monétaire plus accommodante n'a pas réduit le taux de chômage à moyen terme. De plus, les taux de rendement réel sur les actifs financiers ont été relativement peu élevés, souvent même négatifs.⁴

- **Les attentes inflationnistes sont importantes et difficiles à contrôler.** Si une hausse de l'inflation persiste, les attentes inflationnistes s'ajusteront à ce plus haut niveau d'inflation et il sera alors très difficile pour les autorités monétaires de briser celles-ci et de réduire sensiblement l'inflation. Il y a un coût énorme à recouvrer sa crédibilité une fois que celle-ci a été fortement réduite. Il faut donc beaucoup de vigilance de la part des autorités monétaires pour éviter qu'une telle situation ne se produise.
- **Les autorités monétaires doivent concentrer leurs efforts sur le maintien d'un taux d'inflation bas et stable.** Utiliser le levier monétaire pour atteindre autres objectifs, comme la poursuite rapide du plein emploi, la réduction de l'amplitude des cycles économiques, ou l'éclatement de bulles financières, risque de compromettre le premier objectif (la stabilité des prix) et d'engendrer des effets néfastes sur la performance économique à moyen et long termes. En poursuivant trop d'objectifs simultanément, les autorités monétaires créent de la confusion et des inefficacités tellement importantes qu'elles risquent de rater tous leurs objectifs. Ce constat fait d'autant plus de sens que les autorités monétaires n'ont essentiellement qu'un seul instrument de politique, le taux d'intérêt au jour le jour.
- **Le gouvernement doit soutenir cette concentration des efforts de la banque centrale.** Si le gouvernement met des pressions pour que sa banque centrale poursuive d'autres objectifs de court et moyen termes, cela pourrait réduire la capacité de celle-ci de maintenir le taux d'inflation à un niveau bas et stable.
- **Il est important de bien évaluer le niveau des capacités excédentaires de production d'une économie de façon à bien évaluer la direction des pressions économiques sur le taux d'inflation.** Durant les années 70, les autorités monétaires avaient mal évalué le potentiel du PIB et le taux de chômage non-inflationniste. À de nombreuses reprises durant cette

³ Le taux de croissance annuel moyen de la productivité du travail dans le secteur des entreprises a été de 3,8% au Canada, de 1962 à 1973. Ce taux n'a été que de 1,3%, de 1974 à 1995. Pour plus d'information, voir l'article d'Alan Crawford dans *La Revue de la Banque du Canada*, printemps 2002 :

<http://www.bank-banque-canada.ca/publications/review/crawff.pdf>

⁴ De 1966 à 1981, le taux de rendement réel moyen sur les Obligations du gouvernement du Canada à 10 ans a été de -2,5% (Source : Desjardins Études économiques).

période, la Banque du Canada croyait, à tort, que le resserrement des conditions monétaires était suffisant et que les pressions économiques alors présentes engendreraient une réduction graduelle et significative du taux d'inflation. Cette mauvaise lecture a fait en sorte que le resserrement des conditions monétaires qui était alors nécessaire pour la réduction de l'inflation n'a pas été mis en place, permettant ainsi au taux d'inflation et aux attentes inflationnistes de grimper aux sommets observés durant cette période.

- **L'utilisation des agrégats monétaires (la monnaie hors banques, plus divers ensembles de dépôts dans les institutions financières) comme cible intermédiaire est très risquée, car le flux continu d'innovations financières fait en sorte que la relation économique entre ces agrégats et l'évolution des prix n'est pas stable.** ⁵ La Banque du Canada a dû abandonner les cibles officielles définies avec de tels agrégats et sur lesquelles elle avait basé sa conduite de la politique monétaire du mois de septembre 1975 au mois de novembre 1982.⁶

Il est intéressant de noter que la conduite de la politique monétaire avec des cibles d'inflation est une politique publique qui a une composante contra-cyclique importante. En effet, si des chocs réels poussent l'économie au-delà de ses capacités de production, la banque centrale haussera, ceteris paribus, son taux cible de financement à un jour de façon à réduire les pressions inflationnistes engendrées par la surchauffe. Par contre, si des chocs réels poussent l'économie bien en deçà de son potentiel, la banque centrale diminuera son taux cible de façon à éviter que le taux d'inflation ne tombe sous ses cibles.

Durant les 20 dernières années, on a vu un consensus de plus en plus large se former parmi les experts internationaux en politique monétaire sur le fait que les autorités monétaires d'un pays, même si ce pays est relativement petit, peuvent déterminer le taux d'inflation tendancielle qui prévaudra dans leur pays, en autant qu'elles adoptent un régime de taux de change flottant.⁷ La source de la tendance de l'inflation d'un pays est donc perçue de plus en plus comme étant de l'intérieur plutôt que de l'extérieur de ce pays. Cependant, le fait qu'un grand nombre de pays avec lesquels un pays commerce adoptent une politique monétaire visant un taux d'inflation bas et stable facilite pour ce

⁵ Pour plus d'information voir :

http://www.banqueducanada.ca/publications/working_papers/1999/aubry-final-f.pdf

⁶ Au début de cette période, le taux de croissance sur douze mois de l'IPC était de 10,3% et à la fin de cette période, il était de 9,8%. En somme, l'utilisation de ces cibles intermédiaires n'a engendré presque aucune réduction significative du taux d'inflation en six ans, malgré les bonnes intentions de la Banque du Canada.

⁷ Les autorités monétaires peuvent aussi adopter le taux d'inflation tendancielle d'un pays en maintenant un taux de change fixe avec ce pays. L'utilisation d'un régime de taux de change fixe est cependant plus difficile à gérer compte tenu de la grande diversité des chocs réels qui peuvent affecter différemment les économies dont les devises sont reliées par un taux fixe. La crise économique en Argentine qui avait choisi de maintenir un taux de change fixe de sa devise avec le dollar américain est un bon exemple du dérapage produit par un mauvais arrimage.

pays la conduite de sa propre politique monétaire. Ainsi, le fait que la très grande majorité des pays industrialisés maintiennent présentement un taux d'inflation bas et stable, aide chacun d'entre eux dans l'atteinte de leurs propres cibles implicites ou explicites d'inflation.

III VERS UNE MEILLEURE GOUVERNANCE

Tel qu'indiqué plus haut, il y a eu au Canada, ces 15 dernières années, une amélioration significative des règles de gouvernance associées à la conduite de la politique monétaire. Cette amélioration s'est manifestée dans les cinq domaines suivants :

1 Une définition plus claire des objectifs (un objectif, un instrument et une cible)

Durant la seconde moitié des années 80, sous la direction de John Crow (gouverneur de la Banque du Canada de février 1987 à février 1994), il y a eu à la Banque un effort important pour mieux cerner le rôle de la politique monétaire. La principale conclusion de cet effort de réflexion a été de définir la stabilité des prix comme étant la meilleure contribution de la politique monétaire à la croissance économique à long terme :

"Pour éviter le fardeau que l'inflation impose à l'économie, il est indispensable que la politique monétaire soit résolument orientée vers la stabilité des prix. Seule la stabilité du niveau général des prix peut fournir une base saine aux décisions en matière d'investissement et d'octroi de crédit et de garantir l'utilisation la plus efficace possible des ressources économiques." Rapport annuel de la Banque du Canada 1990, p 15.

2 Une entente entre le gouvernement et la Banque du Canada sur l'objectif général et sur une cible d'inflation

Une des caractéristiques les plus sous-estimées du cadre de la politique monétaire présentement en vigueur au Canada, est le fait qu'il y a une entente formelle entre la Banque du Canada et le ministère des Finances sur la cible d'inflation que la Banque doit chercher à atteindre. Le gouvernement, après avoir "signé" cette entente, serait inconséquent (et mal perçu) s'il mettait, par la suite, des bâtons dans les roues de la Banque pour l'empêcher de réaliser sa cible d'inflation afin qu'il puisse d'atteindre plus facilement d'autres objectifs. L'existence de cette entente bilatérale, même si elle va à l'encontre de la détermination d'une cible d'inflation faite unilatéralement par la Banque du Canada, permet à cette dernière d'avoir plus d'indépendance quant aux décisions à prendre sur l'évolution du taux d'intérêt au jour le jour qui sera compatible avec la rencontre des cibles d'inflation conjointement prédéfinies.

3 Un engagement public à atteindre des cibles précises

L'annonce des cibles d'inflation pour les prochaines années, faite conjointement par le ministère des Finances et la Banque du Canada, est en soi un engagement public du

gouvernement et surtout du Gouverneur de la Banque du Canada à réaliser un objectif bien précis. Au niveau de la conduite de la politique monétaire, ce sera la priorité numéro un de la banque centrale. Il est intéressant de noter que la Banque du Canada a pour tradition de publier, notamment lors de l'annonce de nouvelles cibles, un ensemble d'études pour expliquer le choix des cibles et la façon dont elle planifie conduire au jour le jour la politique monétaire. Au fur et à mesure que Statistique Canada publie les nouvelles données sur l'évolution de l'indice des prix à la consommation, les agents économiques peuvent vérifier si ces cibles d'inflation sont atteintes. Au fil des ans, la Banque du Canada a acquis une solide crédibilité quant à sa capacité et sa détermination à atteindre ses cibles d'inflation. Cette crédibilité, qui se reflète dans la concordance entre les cibles d'inflation et les attentes inflationnistes des agents économiques, contribue au maintien d'un meilleur environnement économique et à la prise de meilleures décisions économiques.

4 Une plus grande transparence sur le processus et la prise de décisions

La Banque du Canada, notamment sous le leadership du gouverneur, Gordon Thiessen, a également pris une série de mesures pour faire en sorte que les décisions sur l'évolution du taux d'intérêt au jour le jour soient aussi transparentes que possible. Ainsi, les décisions de changer ou de ne pas changer le taux d'intérêt au jour le jour, cible de la Banque, sont prises à des dates pré-établies (huit dates réparties tout au long de l'année) et accompagnées d'un communiqué de presse. La Banque publie quatre rapports à chaque année pour expliquer l'environnement économique, l'évolution des prix au Canada et ses décisions de politique monétaire qui ont pour but premier l'atteinte de cibles d'inflation. Ici encore, on vise une plus grande performance de l'économie par le biais d'une plus grande transparence et d'une plus grande crédibilité

5 Mesure de performance exogène

Il est intéressant de noter que l'Indice des prix à la consommation, dont la Banque cible l'évolution, est une série chronologique publiée par Statistique Canada, un organisme public complètement indépendant de la Banque. Il est toujours souhaitable que la production des mesures de performance d'une institution gouvernementale ou d'une firme soit faite par des entités indépendantes. Ceci réduit considérablement le risque que les dirigeants de cette entité soient tentés de manipuler ou soient perçus comme manipulant les mesures de leur performance.

IV CE QU'IL FAUT RETENIR DE CETTE EXPÉRIENCE

Malgré les gains réalisés, la conduite de la politique monétaire est loin d'être parfaite et elle est sujette à des critiques justifiées. Certains auraient préféré des cibles d'inflation légèrement plus élevées et d'autres, au contraire, légèrement plus basses. Un bon nombre d'analystes pensent que la réduction de l'inflation au début des années 90 a été trop brusque et coûteuse. D'autres pensent, au contraire, qu'il fallait donner un coup de barre important dans un contexte où l'état des finances publiques préoccupait de plus en plus les investisseurs. Nombre de fois, les décisions spécifiques de la Banque sur la

fixation de son taux cible du financement à un jour et les explications fournies par celle-ci ont été critiquées par plusieurs analystes du marché financier. **Cependant, si nous évaluons dans son ensemble la conduite de la politique monétaire depuis la mise en place de cibles d'inflation, nous constatons qu'il y a eu une amélioration considérable par rapport à la situation des 25 années précédentes et que la qualité de la gestion présente est élevée comme en fait foi la grande majorité des analyses des experts internationaux et des membres du marché financier canadien.** La politique monétaire me semble une des politiques publiques les mieux gérées au Canada.

Ce succès est en partie relié à l'adoption des règles suivantes de l'abc de la gouvernance :

- une définition précise des grands objectifs à réaliser,
- une définition d'objectifs opérationnels à réaliser,
- une définition de mesures de performance,
- une entente avec le gouvernement sur les objectifs à atteindre et le soutien de ce dernier pour les réaliser,
- une reddition de compte régulière et de qualité,
- une gestion aussi transparente que possible ainsi que de bonnes communications.

Pendant longtemps, on a pensé qu'une banque centrale avait besoin d'un niveau relativement élevé d'opacité pour mieux conduire la politique monétaire et que l'on pouvait se servir du levier monétaire pour faire de nombreux changements de cap, de façon à optimiser l'évolution de la conjoncture économique à court et à moyen termes. Une telle approche semblait entrer en contradiction avec l'usage de règles de bonne gouvernance appliquées au niveau d'une institution. Or, les succès de la conduite de politiques de la dernière décennie, tant au Canada que dans de nombreux grands pays industrialisés, démontrent clairement que les règles de bonne gestion au niveau microéconomique peuvent également s'appliquer au niveau macroéconomique. L'évolution de la théorie économique, dans le domaine des attentes rationnelles, a fortement prôné la définition d'objectifs clairs, la persistance dans leur poursuite et la transparence. Elle a parallèlement rejeté l'optimisation à court terme des politiques macroéconomiques par de nombreux changements brusques de cap. **En somme, la conduite de la politique monétaire et l'usage des règles de l'abc de la bonne gouvernance vont fort bien ensemble. Il y a tout lieu de croire qu'il en est de même pour la gestion de la grande majorité des politiques macroéconomiques et programmes gouvernementaux.**

Les institutions gouvernementales (y compris la Banque du Canada pour la gestion de ses autres activités⁸) ont intérêt à faire usage des règles de la bonne gouvernance. Nos gouvernements doivent définir plus clairement les objectifs visés par leurs politiques et leurs programmes, mieux mesurer les progrès vers la rencontre des ces objectifs, faire une meilleure reddition de comptes et surtout être plus transparents. Ils

⁸ La Banque du Canada a fait un autre pas significatif vers une plus grande transparence en publiant, dans sa *Revue du système financier* de décembre 2004, les principes régissant ses activités de prêteur de dernier ressort (voir http://www.banqueducanada.ca/fr/rsf/2004/politique_1204.pdf).

devraient avoir le courage de mettre en place des processus administratifs qui imposent une revue périodique de l'ensemble de leurs programmes et une analyse ex-post de leurs projets d'investissement. Ces études seraient publiées. Les rapports de gestion de nombreux ministères et organismes gouvernementaux présentent, selon moi, trop souvent une analyse biaisée qui ressemble davantage à de la publicité (ou de la propagande) plutôt qu'à une reddition de compte de qualité. Les rapports de vérificateurs généraux présentent régulièrement des exemples où la reddition des comptes des gestionnaires de l'État a été fortement biaisée, incomplète et parfois même mensongère. On n'a qu'à penser aux rapports faits au Parlement canadien sur les coûts du Registre des armes à feu, avant la parution du rapport de la vérificatrice générale, Mme Fraser, sur ce projet. Un autre exemple intéressant est l'écart considérable entre le message donné au public par *Placements Épargne Canada* dans ses rapports annuels et le message contenu dans l'examen du programme des Obligations d'épargne du Canada fait par Cap Gemini Ernst Young et publié par le ministère des Finances.⁹ Dans le premier cas, les gestionnaires du programme nous disent que ce mode de financement est économiquement rentable, qu'ils ont accompli beaucoup et atteint de nombreux objectifs. Dans le second cas, on nous dit que ce programme est non nécessaire, coûteux et que ses principaux objectifs n'ont pas été atteints.

La conduite de nos politiques publiques et la gestion des programmes gouvernementaux devraient être fortement basées sur une bonne gouvernance. Les succès de la gestion de la politique monétaire en témoignent. Il y aurait un gain énorme à réaliser au niveau de l'efficacité et de l'efficience de notre secteur gouvernemental si les dirigeants politiques et les hauts fonctionnaires s'engageaient sur cette voie.

⁹ Voir sur le site du ministère des Finances du gouvernement du Canada :

<http://www.fin.gc.ca/activty/CGEY-f.html>

et sur le site Optimum Online

<http://www.optimumonline.ca/article.phtml?lang=french&id=188>