

## Réponses aux questions posées par le Comité sénatorial permanent des banques, du commerce et de l'économie concernant son étude sur le cadre de la politique monétaire du Canada.

**Question 1 : Selon vous et compte tenu de votre expérience avec les banques centrales du monde entier, quelles sont les pratiques exemplaires en matière de gouvernance de la politique monétaire? Par exemple, comment jugez-vous l'importance du rôle des sous-gouverneurs au sein des banques centrales et quel devrait être le degré de transparence de leur processus de nomination?**

*Ce qui suit décrit mes réflexions générales sur les principales considérations relatives aux pratiques exemplaires, et ne constitue pas un examen exhaustif de la gouvernance de la politique monétaire de la Banque du Canada. Il est préférable de procéder à un tel examen de manière structurée, sous la direction d'une équipe d'experts dotée d'un mandat clair et ciblé, ainsi que de mener une vaste consultation. Par ailleurs, mes réflexions sont formulées à titre personnel et ne représentent pas les opinions de mes collègues de l'Université de Princeton ni de la Banque d'Angleterre.*

D'après l'expérience que j'ai acquise auprès d'un certain nombre de banques centrales dans différents territoires, il n'existe aucune pratique exemplaire unique pour la conception des cadres et la gouvernance d'une politique monétaire. Cette absence s'explique principalement par le fait que les modèles qui fonctionnent sont adaptés aux caractéristiques juridiques, économiques et culturelles propres aux différents pays. Cela dit, la politique monétaire qui fonctionne pour les banques centrales ciblant l'inflation dépend de l'adhésion à un certain nombre de principes fondamentaux pour une prise de décision efficace et crédible en matière de politique monétaire<sup>1</sup>.

### 1. Indépendance dans la poursuite d'objectifs communs

Les banques centrales ont besoin d'un degré élevé d'*indépendance* dans la poursuite de leurs objectifs en vue de se prémunir contre les interférences politiques à court terme lors de l'élaboration de la politique monétaire. La figure 1 présente les éléments que le Fonds monétaire international (FMI) prend désormais en compte pour évaluer le degré d'indépendance d'une banque centrale donnée.

Idéalement, les principaux paramètres définissant l'étendue de l'indépendance d'une banque centrale sont inscrits dans la législation en vue d'ancrer le mandat, la gouvernance et les pouvoirs de la banque centrale d'une manière qui permette une « flexibilité limitée » pour répondre à des circonstances extraordinaires (p. ex. le sous-alinéa 18g)(ii) de la *Loi sur la Banque du Canada*). Les protocoles d'entente entre le gouvernement et la banque centrale constituent un complément puissant à la législation en approfondissant et en actualisant la compréhension des objectifs communs précis de la politique monétaire, ainsi que de l'étendue de l'autonomie opérationnelle dans la poursuite de ces objectifs. Par exemple :

---

<sup>1</sup> Ces principes sont adaptés à partir de ceux qui ont guidé certaines des recommandations de la révision de 2023 de la Banque de réserve d'Australie ([https://rbareview.gov.au/sites/rbareview.gov.au/files/2023-06/rbareview-report-at\\_0.pdf](https://rbareview.gov.au/sites/rbareview.gov.au/files/2023-06/rbareview-report-at_0.pdf), [EN ANGLAIS]). Les principes ont été éclairés par les travaux commandés par le comité de révision, tout comme certaines recommandations du rapport final (voir Levin A. [2023], « Principles & practical recommendations for strengthening the governance and accountability of the Reserve Bank of Australia », <https://rbareview.gov.au/resources>; et Gai, P. [2023], « The Governance of monetary policy - process, structure and international experience », <https://rbareview.gov.au/resources>).

- Les **objectifs** de la politique monétaire sont encadrés par une stratégie politique claire qui comprend un objectif politique stable et commun pour la banque centrale et le gouvernement. Cet objectif commun jette une base solide pour rendre des comptes au gouvernement et aux citoyens. Au Canada, ce principe est codifié dans l'Entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation conclue entre le ministre des Finances et le gouverneur<sup>2</sup>. D'autres banques centrales qui ciblent l'inflation peuvent fixer leur objectif avec le parlement (p. ex. la Riksbank), ou le gouvernement fixe l'objectif (p. ex. la Banque d'Angleterre).
- Les **outils** de politique monétaire sont définis dans un cadre qui offre à la banque centrale une autonomie opérationnelle et la responsabilité qui s'y rattache pour poursuivre son objectif, notamment en ce qui concerne le vaste ensemble d'instruments qui pourrait être nécessaire lorsque le taux directeur atteint sa valeur plancher. La Banque du Canada a défini son cadre d'utilisation des instruments de politique monétaire dans le document intitulé « Renouvellement du cadre de politique monétaire » (2021<sup>3</sup>).
- Le **cadre** de politique monétaire est révisé périodiquement. Le Canada est un chef de file en ce qui concerne la révision quinquennale de l'entente relative au cadre de politique monétaire du Canada. Cette révision permet de garantir que le cadre est stable, tout en restant adapté à l'objectif, et d'éviter les risques que des changements nuisent à sa crédibilité. D'autres pays se sont également engagés à revoir périodiquement les objectifs et les instruments de politique monétaire (p. ex. la Banque centrale européenne, la Suède et la Réserve fédérale américaine).

**Figure 1 : Mesures utilisées dans le nouvel indice d'indépendance des banques centrales du FMI**

1. Le directeur général de la banque centrale est-il indépendant des représentants du pouvoir exécutif?
2. L'instance dirigeante suprême de la banque centrale est-elle indépendante des représentants du pouvoir exécutif?
3. La banque centrale jouit-elle d'une indépendance budgétaire vis-à-vis du pouvoir législatif?
4. La banque centrale peut-elle définir la politique monétaire indépendamment des représentants du pouvoir exécutif?
5. La stabilité des prix est-elle l'objectif principal de la banque centrale?
6. Est-il interdit à la banque centrale d'accorder des prêts directs à long terme au gouvernement?
7. Est-il interdit à la banque centrale d'accorder des prêts directs à court terme au gouvernement?
8. La banque centrale jouit-elle d'une indépendance financière?
9. La capacité de la banque centrale à prêter en dehors du système financier est-elle limitée?
10. Les organismes de vérification de l'État dotés de pouvoirs de contrôle sont-ils explicitement limités à l'examen des aspects liés à l'efficacité opérationnelle de la banque centrale (sans pouvoir, par exemple, examiner les décisions liées à la politique monétaire)?

Source : Document de travail du FMI, 2024/035  
(<file:///C:/Users/cw9142/Downloads/wpia2024035-print-pdf.pdf>).

## 2. Prise de décision éclairée

John Maynard Keynes a écrit pendant la dépression : « Il est étonnant de voir les choses insensées que l'on peut croire temporairement si l'on réfléchit trop longtemps seul, en particulier dans le domaine de l'économie<sup>4</sup>. » [TRADUCTION] Dans le même ordre d'idées, je sais par expérience que les décisions en matière de politique monétaire (ainsi que d'autres décisions importantes de politique publique) sont mieux prises en *groupe* que par une seule personne. Il est important que les membres de ce groupe aient :

- **une expertise approfondie et un éventail de connaissances et d'expériences pertinentes pour la politique monétaire**, en particulier parce que ces décisions comprennent des compromis complexes dans un environnement changeant et incertain. Là encore, il existe de nombreux modèles différents de comités de politique monétaire, avec des nombres variables de membres,

<sup>2</sup> En 1991, la Banque du Canada et le ministre des Finances ont convenu d'un cadre pour la cible de maîtrise de l'inflation visant à guider la politique monétaire canadienne. L'entente a depuis été renouvelée plusieurs fois; le dernier renouvellement remonte à 2021 et couvre la période allant jusqu'à la fin de 2026.

<sup>3</sup> Voir [Renouvellement du cadre de politique monétaire \(décembre 2021\)](#).

<sup>4</sup> J. M. Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, 1936.

des membres internes ou externes et des processus de prise de décision. En outre, il ne semble pas y avoir de lien étroit entre ces différents modèles et les résultats des prévisions d'inflation au cours de la période inflationniste récente ni avec les résultats de l'inflation sur une période plus longue<sup>5</sup>. La récente initiative de la Banque du Canada d'élargir le Conseil de direction à des membres externes a permis de renforcer la profondeur et l'étendue des connaissances et de l'expérience dans la prise de décision.

- ***la même base de renseignements étoffée, ainsi qu'une influence sur le type de questions auxquelles le personnel est invité à répondre et sur les scénarios économiques qui sont étudiés.*** Cette démarche est soutenue par le processus décisionnel complet et structuré de la Banque du Canada. Tous les membres du Conseil de direction participent aux quatre étapes critiques : i) la présentation de la projection établie par le personnel et l'exposé des départements d'analyse économique; ii) les recommandations finales du personnel; iii) les délibérations et décision du Conseil de direction; et iv) la publication et la communication de la décision<sup>6</sup>. Ce processus a permis de formuler plusieurs recommandations dans le cadre de la révision externe de la Banque de réserve d'Australie.
- ***une influence à tout le moins comparable sur la décision.*** Les banques centrales prennent généralement leurs décisions en matière de politique monétaire soit par le biais d'un vote à la majorité explicite, soit par le biais d'une approche consensuelle qui ne repose pas sur un vote officiel. Le Conseil de direction de la Banque du Canada suit la seconde approche. Étant donné que tous les membres rendent compte au gouverneur (soit directement, soit par l'intermédiaire du conseil d'administration qu'il préside), il est essentiel que le régime de consensus soit collaboratif, et non autocratique. D'après mon expérience, les discussions sur la politique monétaire ont été collaboratives, c'est-à-dire que les renseignements et les propositions ont été examinés sur un pied d'égalité et que les discussions ont été solides et productives. Toutefois, le degré de collaboration dans le modèle consensuel dépend en fin de compte de l'approche de leadership du gouverneur en poste<sup>7</sup>.

### 3. Responsabilité et transparence

L'indépendance doit être soutenue par **la responsabilité** et **la transparence** en vue de maintenir la confiance du public dans le rôle de la banque centrale. Bien que les pratiques exemplaires en matière de communication des banques centrales évoluent nécessairement au fil du temps, en fonction de l'évolution des moyens de communication et d'autres circonstances, il existe des outils et des pratiques de communication qui sont à la base de toute bonne stratégie<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Voir Bernanke (2024), [Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review | Bank of England](#); et Gai P. (2023), « The Governance of monetary policy - process, structure and international experience », <https://rbareview.gov.au/resources>.

<sup>6</sup> Pour en savoir plus, voir [Processus décisionnel – Banque du Canada](#).

<sup>7</sup> Voir Gai, P. (2023), (<https://rbareview.gov.au/resources>) pour une discussion instructive sur la façon dont l'approche des gouverneurs de banques centrales peut influencer la qualité des discussions sur la politique monétaire dans les modèles basés sur le consensus et sur le vote.

<sup>8</sup> Par exemple, voir Casiraghi et Perez, P. (2022), « Central Bank Communications » <file:///C:/Users/cw9142/Downloads/handbookcommunications-jan-14-2022-v2-1.pdf>.

- **Les communications doivent être systématiques, transparentes et efficaces pour maintenir l'autonomie opérationnelle et la confiance du public.** La communication peut également être un outil puissant pour influencer les attentes du marché concernant le taux directeur, renforcer la transmission de la politique monétaire et ancrer les attentes en matière d'inflation. La Banque du Canada dispose d'un grand nombre d'outils de communication modernes utilisés par les banques centrales, notamment des conférences de presse régulières et des publications phares. Ces outils comprennent le communiqué de presse, la déclaration préliminaire du gouverneur et la conférence de presse suivant les décisions de politique monétaire. Ils comprennent également le Rapport sur la politique monétaire, les événements de sensibilisation, l'utilisation des médias sociaux et d'autres initiatives. La Banque du Canada fait partie du nombre croissant d'institutions qui formalisent ces conventions dans un document public (voir les [Principes de communication externe des membres du Conseil de direction](#) et la [MPC Charter](#) [EN ANGLAIS] de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande).
- **Les communications doivent se concentrer sur les raisons des décisions et sur l'éventail des points de vue qui ont alimenté les discussions, y compris les points de vue sur les perspectives et les incertitudes qui y sont liées, ainsi que les implications pour la stratégie de politique monétaire.** À cet égard, la publication d'un résumé des délibérations ou d'un procès-verbal est apparue comme une pratique exemplaire pour promouvoir la transparence des délibérations politiques. Il n'existe pas de pratique exemplaire unique quant au niveau de détail « optimal » que toutes les banques centrales devraient viser, car la décision comprend invariablement un compromis entre les avantages de la transparence, et le risque que la publication de comptes rendus détaillés de points de vue individuels ne brouille les messages cruciaux ou n'étouffe le débat interne<sup>9</sup>. La Banque du Canada, qui fonctionne selon un système de consensus, a introduit en janvier 2023 un résumé des délibérations qui fournit une synthèse de la discussion, y compris des résumés non attribués des différents points de vue exprimés au cours des délibérations. Certaines banques centrales dont les comités de politique monétaire fonctionnent selon un système de vote donnent au public un meilleur aperçu de l'éventail des points de vue individuels des décideurs, comme la Banque d'Angleterre qui publie les votes attribués. Aux États-Unis, le [Summary of Economic Projections](#) trimestriel de la Réserve fédérale recueille les opinions individuelles des décideurs sur la manière dont le taux directeur et d'autres variables clés évolueraient « dans le cadre d'une politique monétaire appropriée », puis publie ces opinions sous la forme d'un ensemble de « points » anonymes. En principe, cette dernière approche pourrait être utilisée à la fois dans les modèles de vote et de consensus pour la prise de décisions liées à la politique monétaire.
- **Le processus de sélection des membres du comité de politique monétaire doit être systématique, transparent et ouvert, en veillant à éviter les conflits d'intérêts importants.** Le gouverneur et le premier sous-gouverneur sont choisis pour un mandat de sept ans à l'issue d'un processus législatif clair, dirigé par le Conseil d'administration indépendant de la Banque du Canada (qui exclut le gouverneur et le premier sous-gouverneur), et avec l'approbation du gouverneur en conseil. Ce processus est guidé par des conditions d'admissibilité et d'inadmissibilité bien formulées (p. ex. avoir la citoyenneté canadienne, ne pas être sénateur ou député de la Chambre des communes), en accord avec certains des critères d'indépendance de la figure 1. Les sous-gouverneurs sont sélectionnés par le Conseil d'administration indépendant (qui comprend le gouverneur et le premier sous-gouverneur). Contrairement au gouverneur et au premier sous-gouverneur, les sous-gouverneurs sont des membres en titre du personnel de la Banque du Canada, sans mandat fixe et rémunérés selon le système de rémunération totale de la Banque. Tous les postes du Conseil de direction font systématiquement l'objet d'une large publicité lors du

---

<sup>9</sup> Il n'y a pas de preuve évidente de meilleurs résultats en matière de politique avec les comités de politique monétaire qui votent, par rapport à ceux qui fonctionnent par consensus (Gai, 2023, cité à la note de bas de page 1).

processus de recrutement, ce qui constitue un moyen efficace et transparent d'attirer les candidats, et les résultats du processus sont annoncés lorsque la sélection est terminée.

**Question 2 : Le comité a examiné vos commentaires de septembre 2017, « Enjeux touchant les cadres de conduite de la politique monétaire : vers le renouvellement de la cible d'inflation en 2021 », ainsi que vos commentaires de novembre 2018, « Le choix du meilleur cadre de conduite de la politique monétaire pour le Canada ». Compte tenu de l'expérience des banques centrales à la suite de la pandémie de COVID-19, auriez-vous l'intention de mettre à jour ces commentaires ou pensez-vous qu'ils sont toujours applicables aux réalités d'aujourd'hui?**

*Ce qui suit décrit mes réflexions générales sur certains points essentiels et ne doit pas être interprété comme une évaluation du cadre de politique monétaire de la Banque. Il convient de féliciter la Banque du Canada d'avoir commandé un examen externe de sa réponse à la COVID-19, mené par des experts mondiaux auprès des banques centrales. J'ai été ravie de participer à cet examen à la demande des évaluateurs et j'attends avec impatience leur rapport. Mes réflexions sont formulées à titre personnel et ne représentent pas les opinions de mes collègues de l'Université de Princeton ou de la Banque d'Angleterre.*

Comme je l'ai souligné dans ma réponse à la question précédente, les objectifs de la politique monétaire du Canada sont encadrés par une stratégie politique claire qui comprend un objectif stable et *commun* au ministre des Finances et au gouverneur de la Banque du Canada<sup>10</sup>. Cet objectif commun en matière de politique jette une base solide pour atteindre l'indépendance fonctionnelle et rendre des comptes au gouvernement et aux citoyens. Le cadre de la politique monétaire du Canada et les instruments connexes sont révisés tous les cinq ans. Il est ainsi possible de s'assurer que le cadre est stable et reste adapté à l'évolution de l'environnement économique. D'autres territoires se sont inspirés du processus de révision du cadre canadien pour façonner le leur (p. ex. la Réserve fédérale américaine).

Avant la dernière révision, qui s'est achevée à la fin de 2021, mes collègues et moi-même étions d'avis que le cadre flexible de ciblage de l'inflation du Canada avait très bien servi le pays sur une longue période. Néanmoins, comme le soulignent les discours mentionnés dans cette question, nous avons constaté que notre cadre était confronté à quelques défis importants qui méritaient d'être pris en considération :

- **Marge de manœuvre** – nous craignons que la Banque du Canada, comme beaucoup d'autres banques centrales qui ciblent l'inflation, soit plus susceptible que par le passé de voir sa marge de manœuvre conventionnelle réduite en cas d'un ralentissement économique. Comme je l'ai expliqué dans mes commentaires de 2018, cela s'explique par le fait que l'estimation par la Banque du taux d'intérêt nominal neutre (où la politique monétaire n'est ni stimulante ni restrictive) était beaucoup plus basse qu'elle ne l'était au début des années 2000. Par conséquent, il y avait moins de marge de manœuvre pour abaisser les taux d'intérêt en réponse à des événements qui entraînent l'économie canadienne vers le bas, étant donné que le taux directeur de la Banque ne peut pas être fixé à un niveau très inférieur à zéro (il y a une « valeur plancher »). Il a donc été demandé au personnel de la Banque de travailler sur une variété de cadres de rechange qui pourraient donner à la Banque une plus grande marge de manœuvre, tels que le ciblage au niveau des prix et un objectif d'inflation plus élevé. La Banque a également continué à développer son ensemble élargi d'instruments qui pourrait être utilisé en cas de dépassement de la valeur plancher (p. ex. cadrage prospectif, outils de bilan). La Banque a également examiné, conjointement avec le ministère

---

<sup>10</sup> Comme il a été décrit à la première question, ce principe est codifié dans l'Entente relative à la cible de maîtrise de l'inflation conclue entre le ministre des Finances et le gouverneur.

des Finances, les propriétés stabilisatrices du système économique-budgétaire canadien afin de réduire les risques que le taux directeur atteigne la limite inférieure effective.

- **Prise de risque** – nous craignons que la baisse du taux neutre n’encourage les ménages et les investisseurs à prendre des risques excessifs, ce qui exposerait l’économie à des cycles financiers d’expansion et de récession. Nous avons reconnu qu’il ne s’agissait pas d’une question simple pour le cadre de la politique monétaire, étant donné que d’autres politiques ne relevant pas de la compétence de la Banque (politiques micro et macroprudentielles, politiques fiscales) sont bien mieux adaptées que la politique monétaire pour traiter le problème.

Les recherches sous-jacentes et les résultats de cet examen ont été décrits en détail dans un document intitulé « Renouvellement du cadre de politique monétaire », publié en 2021<sup>11</sup>. Mon travail avec d’autres gouvernements et banques centrales montre clairement que la transparence et les fondements analytiques du cadre de la Banque du Canada sont très respectés.

Les réalités d’aujourd’hui ne font que renforcer la nécessité de réviser périodiquement le cadre de la politique monétaire, en tenant compte d’un large éventail de points de vue et en agissant de manière transparente. Les révisions devraient continuer à inclure une évaluation lucide du rendement du cadre actuel de politique monétaire et approfondir les préoccupations et les questions les plus pertinentes pour la période en question.

Il appartient au ministre des Finances et au gouverneur de la Banque du Canada de déterminer la portée de la prochaine révision. Je m’attends à ce que l’examen externe de la réponse de la Banque à la COVID-19 fournisse un point de vue utile. C’est pourquoi je ne ferai que quelques observations générales basées sur mon travail avec plusieurs banques centrales :

- **Étendre le champ d’application au-delà du dernier défi surmonté.** Tout en étant soumises à une forte incertitude, les banques centrales doivent envisager la possibilité que le taux d’intérêt neutre ait augmenté depuis la COVID-19. Les pressions à la hausse sur l’inflation pourraient également être plus importantes que durant la période avant la COVID-19, notamment en raison des implications liées aux contraintes d’approvisionnement sur un certain nombre de fronts, y compris les tensions géopolitiques, les changements climatiques et la réduction de l’empreinte carbone, ainsi que les tendances démographiques. Des contraintes de l’offre plus fréquentes (ou des « chocs » de l’offre) pourraient entraîner un ensemble différent de compensations pour la politique monétaire.
- **Tenir compte des interactions entre les politiques fiscales et monétaires**, en particulier lorsque le taux directeur s’approche de la limite inférieure effective. Des travaux supplémentaires devraient être entrepris pour évaluer quelles *combinaisons* de politiques monétaires et fiscales sont les mieux adaptées pour faire face à des circonstances extraordinaires.
- **Renforcer l’ensemble élargi d’instruments du cadre de la Banque**, en s’appuyant sur les enseignements tirés de la réponse à la COVID-19 au Canada et ailleurs. Ces enseignements devraient couvrir des domaines tels que l’analyse coûts-bénéfices des instruments, y compris par rapport à d’autres mesures stratégiques telles que la politique fiscale, ainsi que les stratégies de sortie dans différents scénarios. Elle devrait également porter sur la conception et la gouvernance des instruments, en tenant compte de l’efficacité et de l’atténuation de l’aléa de la moralité, en vue de mieux faire la distinction entre l’utilisation des outils pour rétablir le fonctionnement du marché et celle des outils pour atteindre les objectifs de la

---

<sup>11</sup> Voir <https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2021/12/Renouvellement-du-cadre-de-politique-monetaire-decembre-2021.pdf>.

politique monétaire. L'expérience du Royaume-Uni pendant la période de dysfonctionnement du marché à l'automne 2022 est riche d'enseignements positifs à cet égard<sup>12</sup>.

Enfin, alors que les travaux du Sénat se poursuivent, j'encourage les sénateurs à prendre également en considération les éléments fondamentaux qui ne relèvent pas de la compétence de la Banque et qui sont *essentiels pour que la politique monétaire donne de bons résultats* pour la population canadienne. Par exemple :

- i) Un *système financier sain*, soutenu par une gouvernance et des mesures de protection réglementaires prudentes et efficaces, est nécessaire pour servir correctement les ménages et les entreprises.
- ii) La politique fiscale doit s'engager sur une *voie durable* pour que la politique monétaire parvienne à stabiliser les prix.
- iii) Des politiques et des réformes structurelles tournées vers l'avenir peuvent renforcer les capacités et la résilience de la chaîne d'approvisionnement de manière à atténuer certaines pressions à la hausse sur les prix (p. ex. l'offre de logements, l'efficacité et la fiabilité des transports de marchandises vers le marché, l'augmentation de la productivité).

---

<sup>12</sup> Wilkins, Carolyn (2024), "Financial Stability and Monetary Policy: Lessons from UK's LDI Crisis", Griswold Center for Economic Policy Studies, document de travail n° 336, Université de Princeton ([https://gceps.princeton.edu/wp-content/uploads/2024/08/wp336\\_Carolyn-Wilkins\\_UK-LDI-Crisis.pdf](https://gceps.princeton.edu/wp-content/uploads/2024/08/wp336_Carolyn-Wilkins_UK-LDI-Crisis.pdf)).