



**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
à un symposium organisé par la
Banque fédérale de réserve de Kansas City
Jackson Hole (Wyoming)
le 22 août 2009**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Quelques considérations sur le recours à la politique monétaire pour stabiliser l'activité économique

C'est un honneur pour moi de commenter l'excellente étude de Carl Walsh, qui réexamine quelques questions fondamentales relatives à la politique monétaire. Cette étude fait ressortir les nombreux enseignements utiles que l'on peut tirer du cadre de mise en œuvre usuel et de ses divers prolongements. Toutefois, la crise financière constitue un rappel brutal et coûteux qui montre à quel point le modèle habituel est incomplet. Je me concentrerai sur l'avenir de la politique monétaire compte tenu à la fois des leçons de la crise et de la responsabilité plus formelle que certaines banques centrales sont appelées à assumer éventuellement dans la promotion de la stabilité financière. Je prendrai comme point de départ l'observation faite par Walsh, à savoir que « les distorsions au sein des marchés financiers qui génèrent des effets réels de politique monétaire impliquent également que la stabilité financière peut nécessiter la réalisation d'arbitrages entre l'objectif de la stabilité des prix et celui de la stabilité de l'économie réelle¹ ».

Il est de plus en plus admis que la stabilité des prix n'est pas garante de la stabilité financière et qu'elle est, en fait, souvent associée à une croissance excessive du crédit et à la création de bulles d'actifs². On s'entend aussi généralement pour dire que la première ligne de défense devrait être une meilleure réglementation, y compris de nouveaux outils macroprudentiels. Mais il est souvent moins reconnu qu'en ce qui concerne la politique monétaire, cette évolution va changer la donne. Or, à tout le moins, les interventions sur le plan de la réglementation vont modifier le mécanisme de transmission et, par le fait même, la conduite de la politique monétaire.

Une question de politique plus fondamentale – qui n'a pas encore été examinée à fond – se pose : le taux directeur devrait-il agir à contre-courant à des fins de stabilité financière? Si c'est le cas, comment les banques centrales demeureront-elles responsables et crédibles et préserveront-elles les avantages que cela comporte pour les attentes d'inflation? Serait-il avantageux de modifier leur mandat en matière de stabilité des prix? J'aimerais commencer à explorer ces questions aujourd'hui.

Les propos qui suivent doivent être envisagés dans l'optique d'une discussion d'idées dignes de considération et non de l'incidence qu'ils pourraient avoir sur la conduite

¹ Carl Walsh, « Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity », communication préparée pour le symposium intitulé « Financial Stability and Macroeconomic Policy », Jackson Hole, 20-22 août 2009, p. 33-34 [traduction].

² Voir par exemple King (2009) et Shirakawa (2009).

actuelle de la politique monétaire ou la gestion prospective de la stabilité financière au Canada. L'entente actuelle concernant la cible de maîtrise de l'inflation que la Banque du Canada a conclue avec le gouvernement du Canada demeurera en vigueur jusqu'à la fin de 2011. Tout changement à l'entente, s'il était souhaité par les deux parties, ne prendrait effet qu'après cette échéance. C'est généralement au gouvernement du Canada qu'il revient de modifier la réglementation en matière de stabilité financière.

La stabilité des prix est-elle suffisante?

Bien que ces dernières années la plupart des banques centrales aient ajouté la stabilité financière à leurs objectifs, les volets politique monétaire et stabilité financière d'un grand nombre de nos institutions ont été gérés isolément l'un de l'autre³. À titre d'exemple, les canaux de transmission néokeynésiens types figurant dans les principaux modèles de politique monétaire et décrits dans l'étude de Walsh font abstraction non seulement du mécanisme de l'accélérateur financier, mais aussi de la dynamique procyclique plus large au sein des marchés monétaires et du crédit d'aujourd'hui. Or, il est notable que l'atteinte de la stabilité des prix pourrait déclencher cette dynamique. Le peu d'importance ainsi accordé aux liens entre les sphères réelles et financières a eu pour effet d'occulter l'ampleur des vulnérabilités qui montaient et a posé des difficultés lorsque les premières mesures ont été prises pour faire face à la crise.

Ce que nous avons connu ces deux dernières années amène à cet égard un changement d'attitude rapide. Les banques centrales se rendent compte qu'elles ont intérêt à mieux comprendre la dynamique du système financier afin de mieux saisir les relations entre la stabilité des prix et la stabilité financière, et, en dernier ressort, le rôle de celles-ci dans la stabilisation de l'activité économique.

Le mécanisme de transmission variable

Les banques centrales ont traité le mécanisme de transmission comme un phénomène incertain mais fixe (ou tout au plus légèrement variable) alors qu'il est en fait très variable et procyclique. Ce mécanisme est fonction, entre autres, de 1) la réglementation, qui change au fil du temps; 2) l'innovation financière, qui évolue souvent pour contourner la réglementation; et 3) la confiance, qui est exposée à l'influence de la politique monétaire par des voies qui sont rarement reconnues⁴.

Examinons trois états du monde. À l'état normal, les agents financiers réalisent des arbitrages entre les risques macroéconomiques et idiosyncrasiques au moment de prendre des décisions en matière d'investissement, de prêt ou de financement. À l'état d'exubérance, ils relâchent leur vigilance à l'égard des risques macroéconomiques et cherchent à tirer parti d'occasions plus idiosyncrasiques ou hermétiques⁵. À l'état de panique, ils ne tiennent compte que des risques macroéconomiques et écartent tous les risques idiosyncrasiques. L'état normal n'est rien d'autre que normal. Les deux autres états sont les extrêmes que nous venons tout juste de subir.

³ C'est l'une des principales raisons de l'harmonisation organisationnelle effectuée à la Banque du Canada l'an dernier.

⁴ Parmi les autres facteurs, citons l'étape du cycle où se trouve l'économie et la situation financière des ménages et des entreprises.

⁵ Ils le font en fonction d'un budget de risques perçus. Bien entendu, le budget de risques réels s'est accru.

Une conjoncture macroéconomique clémente de longue durée peut favoriser la transition d'un état normal à un état d'exubérance. Comme cela vient de nous être chèrement rappelé, un taux d'inflation bas, stable et prévisible ainsi qu'une faible variabilité de l'activité – surtout lorsqu'ils sont associés à des taux d'intérêt exceptionnellement bas et stables – peuvent engendrer un excès de confiance chez les participants aux marchés financiers, qui sont alors portés à prendre des risques en fonction du nouvel équilibre perçu⁶. En fait, les risques semblent être particulièrement élevés lorsque leurs indicateurs sont au plus bas. Une faible variabilité de l'inflation et de la production (fait diminuer la VaR financière et) favorise une plus grande prise de risques (en fonction de la VaR prospective). Les activités des investisseurs s'étendent des marchés liquides vers des marchés moins liquides. Parallèlement, des taux d'intérêt faibles et stables favorisent l'accentuation des asymétries entre les actifs et les passifs sur les marchés du crédit et les marchés monétaires. Ces tendances s'avèrent particulièrement marquées lorsque les investisseurs sont convaincus que les taux d'intérêt vont rester bas⁷.

Le financement de bon nombre de ces positions repose sur des garanties. Ce genre de financement adossé à des actifs produit des cycles de liquidité fortement procycliques dans lesquels la hausse des prix des actifs accroît la liquidité de financement, ce qui permet d'acheter plus d'actifs et provoque de nouvelles montées des prix. À la longue, les décotes diminuent et le cycle s'intensifie encore^{8,9}.

Il importe de reconnaître que les attentes à l'égard de la politique monétaire peuvent alimenter cette dynamique. Il semblerait que ce qu'il est convenu d'appeler la politique du « nettoyage » renforce le comportement de prise de risques des agents. Il s'agit d'une stratégie qui prône l'utilisation de la politique monétaire pour procéder à un « nettoyage » ou réagir aux conséquences de l'éclatement d'une bulle d'actifs plutôt que pour « aller à contre-courant » afin de limiter la progression de la création excessive de crédit¹⁰. Le silence de la banque centrale quant à l'existence d'une possible bulle, la certitude qu'elle réagira face aux pressions financières qui se dessinent seulement si celles-ci influent sur la dynamique des prix à l'horizon de prévision de la politique monétaire et le fait que l'on s'attende à ce que l'institution éponge les dégâts si la bulle éclate, tout cela concourt à semer les graines de la prochaine crise¹¹.

Bien que cette dynamique soit loin de rendre compte de toute la situation, elle est essentielle à la compréhension de la crise financière actuelle¹².

⁶ La perception des risques ou les préférences en la matière peuvent changer. Dans le premier cas, un excès de confiance à l'égard des risques réels peut amener ces participants à prendre de plus grands risques compte tenu d'un même budget de risques.

⁷ Voir Diamond et Rajan (2005).

⁸ Pour une description complète de cette dynamique, voir Gorton et Metrick (2009), Fisher (2008) ainsi que Adrian et Shin (2008).

⁹ Parmi les moyens proposés pour limiter cette procyclicité, mentionnons l'établissement de dispositifs de marge en fonction du cycle intégral dans les marchés des pensions et l'imposition d'une limite de 100 % sur les marges s'appliquant à la réutilisation de garanties dans les opérations de prêt de titres.

¹⁰ Pour une définition et une analyse plus poussée de ces concepts, voir White (2009).

¹¹ À l'extrême se trouve le « côté sombre » de la crédibilité, c'est-à-dire que les agents commettent de plus grosses erreurs pensant que les banques centrales arriveront toujours à rajuster la politique monétaire en conséquence. C'est ce que l'on constate habituellement à l'état d'exubérance.

¹² Pour un exposé plus complet, voir Bernanke (2009).

La première ligne de défense est une meilleure réglementation

Un malheur ne vient jamais seul, mais il faut faire attention de ne pas généraliser les défaillances récentes. La description que je viens de faire des cycles de liquidité présuppose que les agents *peuvent* appairer les actifs et les passifs de manière asymétrique, accroître l'effet de levier et recourir davantage au financement garanti lorsque les conditions semblent favorables. Autrement dit, il faut aussi une dose d'inaction réglementaire ou d'arbitrage.

Ni l'une ni l'autre n'ont été universels. La panoplie existante de mesures de réglementation si souvent tournée en dérision s'est révélée plus utile dans certains pays que dans d'autres. En effet, de nombreux pays dotés d'un régime de cibles d'inflation (dont le Canada, l'Australie et la Nouvelle-Zélande) ont atteint leurs objectifs de stabilité des prix et maintenu un système financier exubérant (mais comme il se doit) qui fonctionne bien. Cet avantage est facile à reproduire et pourrait encore être amélioré si une approche macroprudentielle était instaurée¹³.

La mise en œuvre de la politique monétaire devra changer

Les nouveaux outils macroprudentiels vont changer le mécanisme de transmission, peut-être en temps réel s'ils sont appliqués de façon discrétionnaire. Par conséquent, les banques centrales devront coordonner l'emploi des mesures de politique monétaire traditionnelles et des nouveaux outils utilisés pour assurer la stabilité financière et qui ont des implications pour la politique monétaire. Cette tâche pourrait se révéler ardue.

Heureusement, nous avons déjà amorcé notre apprentissage. Les tensions sur les marchés interbancaires, des pensions et du crédit ont grandement restreint l'efficacité d'action de la politique monétaire. En réaction, des mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités ont été mis en place. Leur efficacité varie d'un pays à l'autre selon la situation des institutions financières clés et l'ampleur des systèmes bancaires parallèles.

Nous avons appris que l'infrastructure du marché actuelle ne garantit pas le fonctionnement continu des principaux marchés de financement. Il est donc nécessaire de procéder à une restructuration d'envergure des marchés de financement. Au nombre des avenues prometteuses qu'on pourrait explorer pour mettre fin aux spirales de liquidité, mentionnons la mise sur pied de chambres de compensation, la standardisation des produits, l'établissement de dispositifs de marge en fonction du cycle intégral et l'amélioration de l'efficacité de la compensation. En tant que source ultime de liquidités pour le système, les banques centrales devraient envisager la possibilité d'adapter leurs facilités afin d'appuyer la création continue de liquidités par le secteur privé. C'est grâce à de telles mesures que nous pourrions réduire la procyclicité du mécanisme de transmission.

La façon de mettre en œuvre les autres nouveaux outils macroprudentiels est également importante. Si ces outils, tels que les réserves de fonds propres variables dans le temps, sont entièrement assujettis à des règles, en lien peut-être avec la croissance globale du

¹³ Selon Walsh, « une réglementation financière ciblée et variable dans le temps réussit mieux que la politique monétaire à atténuer une bonne partie des effets de ces frictions [financières]. Mais si la réglementation n'y parvient pas, les banques centrales ne peuvent faire fi des frictions financières et de la stabilité financière (2009, p. 28) » [traduction].

crédit, c'est à la longue que l'on pourra déterminer leur influence sur le mécanisme de transmission. Malheureusement, il est peu probable que nous puissions élaborer *ex ante* des règles appropriées et, de toute manière, les innovations dans le secteur privé pourraient en modifier l'incidence au fil du temps. Si une certaine latitude est permise dans l'application de ces règles, on peut douter qu'une telle gestion dynamique du mécanisme de transmission à des fins de stabilité financière donne des résultats efficaces et en temps voulu. Cela intensifierait les pressions pour que des mesures de politique monétaire soient prises. C'est pourquoi il serait probablement judicieux de confier la prise de telles décisions à une seule autorité ou de mettre au point un autre mécanisme qui faciliterait une optimisation conjointe.

L'idée fondamentale, ici, est que pour augmenter au maximum la probabilité d'atteindre les objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière, les outils macroprudentiels devraient avoir pour but d'atténuer la procyclicité du mécanisme de transmission. Ainsi, la politique monétaire serait affranchie de la nécessité d'agir à des fins de stabilité financière, ce qui permettrait d'y recourir surtout pour assurer la stabilité des prix.

Les banques centrales peuvent-elles s'acquitter d'un double mandat – de stabilité des prix et de stabilité financière?

Avec l'avènement des régimes de cibles d'inflation, la stabilité des prix est devenue pour la plupart des banques centrales un mandat de mieux en mieux défini. Jusqu'à récemment, l'imprécision de la majorité des mandats à l'égard de la stabilité financière et l'hypothèse selon laquelle la stabilité des prix va de pair avec la stabilité financière ne permettaient guère de percevoir les contradictions. Dans la foulée de la crise, on peut s'attendre à ce que les mandats relatifs à la stabilité financière soient renforcés et à ce que les contradictions deviennent plus apparentes. Les banques centrales peuvent-elles optimiser conjointement ces objectifs? Quelles implications les tentatives en ce sens ont-elles pour la politique monétaire?

La stabilité des prix devrait demeurer au cœur des objectifs de la politique monétaire, bien que sa définition puisse devoir changer. La stabilité des prix n'est peut-être pas suffisante pour stabiliser l'activité économique partout dans le monde, mais elle n'est pas non plus indésirable. En fait, la contribution la plus directe que la politique monétaire puisse apporter à la bonne tenue de l'économie consiste à donner à nos citoyens et citoyennes l'assurance que leur monnaie conservera son pouvoir d'achat. Cela signifie qu'elle a pour objet de garder l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. La stabilité des prix a pour effet de diminuer l'incertitude, de réduire au minimum les coûts de l'inflation, d'abaisser le coût du capital et de créer un climat dans lequel les ménages et les entreprises peuvent investir et faire des projets d'avenir. Elle s'accompagne généralement d'une croissance durable de la production et de l'emploi.

Le fait d'avoir un objectif crédible de stabilité des prix s'est aussi avéré extrêmement utile durant la crise et devrait continuer de l'être lorsque nous en sortirons. En période de fortes turbulences, une politique cohérente et un message lié à un objectif fixe rassurent les marchés financiers. La capacité de maîtriser les attentes d'inflation a contribué à maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau et procure le degré de détente monétaire nécessaire. Le point d'ancrage pour l'inflation est toujours essentiel, même lorsque l'orientation donnée est extraordinaire. C'est pour cette raison que l'engagement actuel

de la Banque du Canada – de maintenir le taux cible à sa valeur plancher jusqu’à la fin du deuxième trimestre de 2010 – dépend explicitement des perspectives de l’inflation.

La flexibilité est indispensable compte tenu de l’asymétrie des horizons temporels de la stabilité des prix et de la stabilité financière

La principale difficulté que suscite l’optimisation conjointe tient au fait que la stabilité financière et la stabilité des prix ont des déterminants communs mais des horizons temporels différents. En effet, la dynamique de la stabilité des prix suit invariablement les chocs réels ou les mesures d’intervention, tandis que les vulnérabilités du système financier sont beaucoup moins prévisibles. Elles se développent au fil du temps et peuvent durer plus longtemps que prévu. Compte tenu de cette asymétrie entre la stabilité financière et la stabilité des prix, les interventions qui visent l’une risquent de saper l’autre¹⁴.

Il existe plusieurs façons de remédier à ce décalage dans le temps. Premièrement, les prix des logements peuvent être incorporés à l’indice des prix à la consommation, comme nous le faisons au Canada. Deuxièmement, les communications en matière de politique monétaire peuvent être adaptées de manière à prendre en compte la dynamique qui caractérise le comportement des systèmes financiers. Une stratégie de communication efficace lorsque le système financier est à l’état normal pourrait s’avérer contre-productive lorsqu’il est dans un état d’exubérance.

La façon dont les banques centrales communiquent peut avoir une influence sur la mesure dans laquelle une inflation basse, stable et prévisible favorise une croissance excessive du crédit. Il est important que la manière dont la banque centrale formule ses politiques soit comprise par les marchés, mais cela n’implique pas pour autant une prévoyance sans faille. Les différences de jugement et les incertitudes fondamentales entourant les perspectives économiques devraient à l’occasion se traduire par des différences d’opinion, lesquelles devraient être particulièrement marquées aux périodes charnières du cycle économique. Comme l’examen des cycles de liquidité semble l’indiquer, un élargissement du champ des résultats économiques attendus (qui impliquerait une plus grande volatilité à court terme) pourrait favoriser la stabilité financière à long terme¹⁵.

L’autre solution consisterait à provoquer une instabilité des prix dans le but de prévenir l’instabilité financière, c’est-à-dire que l’objectif relatif aux prix pourrait devenir moins stable afin de perturber la création endogène de liquidité engendrée par des trajectoires des taux relativement stables et *prévisibles*¹⁶. Il semble que cette mesure, plutôt qu’un taux d’inflation plus élevé (à supposer qu’il soit atteint de manière fiable), soit nécessaire pour enrayer la dynamique décrite auparavant.

¹⁴ Ceci pourrait en partie expliquer pourquoi les prix des actifs ne sont pas des indicateurs justes des prix des biens. Voir Walsh (2009, p. 29).

¹⁵ À cet égard, la Banque du Canada considère son recours à un engagement conditionnel comme un instrument de politique *non traditionnel*, justifié par le fait que le taux directeur se situe à sa valeur plancher et par la volatilité extrême du marché.

¹⁶ Comme nous l’expliquons ci-après, c’est l’atteinte de l’objectif relatif aux prix qui pourrait devenir plus volatile et non l’objectif lui-même. Cette instabilité pourrait être la conséquence naturelle de l’ajout d’un objectif de stabilité financière *si les outils et la surveillance macroprudentiels s’avéraient insuffisants à cette fin*.

L'arbitrage entre souplesse et crédibilité présente un défi pour l'optimisation conjointe

Un régime flexible de cibles d'inflation est la méthode habituellement utilisée pour concilier les horizons temporels de la stabilité financière et de la stabilité des prix. Cette méthode a toutefois ses limites : il est possible d'allonger le délai d'atteinte de la cible, mais la crédibilité nécessaire à la réalisation de l'objectif pourrait être compromise si la flexibilité prévue est excessive ou si l'on y a trop souvent recours¹⁷. Un régime flexible de cibles d'inflation réagit bien lorsque se produisent des chocs temporaires ou ponctuels. La question qu'il convient de se poser est de savoir s'il peut s'adapter pour faire face à des chocs exceptionnels mais prolongés ou à différents états de l'économie financière, comme un boom des actifs.

La conception des cadres de mise en œuvre de la politique monétaire dépend en partie de l'arbitrage entre souplesse et crédibilité, lequel est à son tour fonction de la mesure dans laquelle des règles (inflexibles) augmentent la crédibilité, et de l'aptitude des banques centrales à exercer le pouvoir discrétionnaire nécessaire pour faire preuve de souplesse de manière crédible.

Cette question comporte une composante majeure, dont le débat actuel fait souvent abstraction, qui concerne la gouvernance et la responsabilité. Les régimes de cibles d'inflation visent habituellement une cible fixe et sont assortis d'un intervalle et d'un calendrier rigoureux pour atteindre la cible. Cette inflexibilité établit des objectifs clairs et aide à contraindre les banquiers centraux à répondre de leurs décisions. Elle peut aussi créer un cercle vertueux. L'atteinte de la cible d'inflation accroît la crédibilité de l'institution, ce qui ancre davantage les attentes d'inflation, contribuant ainsi à une plus grande stabilité de l'environnement macroéconomique, laquelle renforce encore à son tour la crédibilité de la politique.

Nous devons nous garder de sous-estimer la valeur de l'heuristique simple des agents économiques qui en résulte ou de minimiser les risques que l'on court en la compliquant. Si la banque centrale agissait à contre-courant dans l'intérêt de la stabilité financière et ne parvenait pas par conséquent à atteindre sa cible d'inflation, sa responsabilité serait amoindrie, sa crédibilité, réduite, et les attentes d'inflation pourraient perdre leur ancrage¹⁸.

La question essentielle est de savoir si l'avantage d'une souplesse accrue à l'appui de la stabilité financière compense les effets d'une perte potentielle de la crédibilité sur la stabilité des prix.

Modifier l'objectif de stabilité des prix pour promouvoir la stabilité financière

Il en ressort que, si la politique monétaire doit aller à contre-courant aux fins de la stabilité financière, l'objectif de stabilité des prix devra changer d'une manière qui concorde avec la variabilité *souhaitée* de la trajectoire des prix. Pour ce faire, le régime de cibles d'inflation pourrait être combiné à un régime de cibles de niveau des prix.

¹⁷ Depuis 1998, l'horizon de la Banque du Canada varie de cinq à dix trimestres de sa période de projection.

¹⁸ Un exemple actuel illustre bien cela : que se passerait-il si l'on pensait que, pour restaurer le système financier (dans l'intérêt de la stabilité financière), les banques centrales puissent maintenir les taux à un niveau trop bas pendant trop longtemps (dans l'optique de la stabilité des prix)? La montée des attentes d'inflation et des rendements des obligations pourrait miner la reprise.

Les décideurs compteraient normalement sur l'amélioration des cadres de réglementation macroprudentielle pour réfréner l'enthousiasme au sein du système financier¹⁹. Le taux directeur ne serait pas le principal outil utilisé à l'appui de la stabilité financière, mais il pourrait à l'occasion servir à étayer les mesures macroprudentielles. Le fait d'aller à contre-courant dans l'intérêt de la stabilité financière pourrait donc entraîner des déviations provisoires des prix par rapport à la cible d'inflation. Pour ne pas compromettre l'objectif de la politique monétaire, ces déviations pourraient être résorbées après une certaine période de manière à maintenir l'économie sur une trajectoire prédéfinie en matière de niveau des prix.

La possibilité d'une telle mise en œuvre du taux cible aiderait à maintenir un équilibre entre les risques macroéconomiques et les risques idiosyncrasiques. En se fixant, par l'entremise d'une cible de niveau des prix, un objectif de stabilité des prix qui soit transparent et qui engage sa responsabilité, la banque centrale pourrait conserver sa crédibilité.

Toutefois, si la flexibilité voulue leur est conférée, les autorités doivent être suffisamment disciplinées pour ne pas considérer que *tous* les chocs sont exceptionnellement virulents. Il s'ensuit que tout recours à la flexibilité nécessaire pour aller à contre-courant dans l'intérêt de la stabilité financière doit être épisodique et régi par des règles liées à l'état du système financier. Autrement dit, la banque centrale doit faire le constat non seulement qu'un état d'exubérance est en train de se développer, mais aussi que les outils macroprudentiels ne suffiront pas, à eux seuls, à le contrecarrer. La *possibilité* que l'institution porte ce jugement augmenterait en fonction du niveau d'offre excessive de crédit, ce qui fournirait un moyen de contrôler en partie les attentes exagérément optimistes émergeant sur les marchés financiers.

Un facteur crucial à l'origine de cette idée réside dans le fait qu'un équilibre entre la stabilité des prix à long terme (c.-à-d., la réalisation d'une trajectoire des prix prédéterminée) et leur variabilité à court terme (liée à des actions allant occasionnellement à contre-courant) est, en dernier ressort, plus compatible avec l'établissement de la stabilité financière que ne l'est un régime classique de cibles d'inflation²⁰. Cet aspect fait ressortir les rapports entre la stabilité des prix, des taux d'intérêt bas et relativement stables et la survenue des états d'exubérance financière dont je vous ai parlé. Toutefois, on présumerait dans ce cas que la réglementation n'est pas à la hauteur de la tâche. C'est pourquoi il est important de souligner de nouveau que la première ligne de défense contre cette dynamique devrait consister en une réglementation et une structure des marchés améliorées.

Il ne faut pas oublier non plus que la stabilisation macroéconomique en régime de cibles de niveau des prix soulève des préoccupations. En particulier, une telle cible pourrait donner de moins bons résultats si les attentes d'inflation sont très adaptatives ou que l'économie est vulnérable à des chocs engendrant une corrélation négative entre la production et l'inflation²¹. Des chocs des prix relatifs très persistants peuvent également

¹⁹ Walsh différencie les prix des actifs selon le contexte – état normal ou bulle d'actifs (2009, p. 32).

²⁰ Une bulle financière et les mesures d'intervention prises en conséquence font naître le danger de créer l'effet inverse, c'est-à-dire une situation caractérisée par des prix stables à court terme mais des déviations par rapport à la trajectoire voulue persistantes à long terme.

²¹ Voir Steinsson (2003).

être problématiques pour la stabilisation macroéconomique sous un régime de cibles de niveau des prix²². Toute décision relative aux mérites globaux de la poursuite de cibles de niveau des prix doit tenir compte de ces considérations.

Conclusion

L'expérience démontre que la stabilité monétaire et la stabilité financière sont plus étroitement liées qu'on ne l'avait cru. La stabilité des prix est une condition nécessaire mais non suffisante de la stabilisation de l'activité économique, et elle doit être soutenue par un cadre de réglementation macroprudentielle solide, ce qui a des conséquences sur la mise en œuvre de la politique monétaire. Si les mesures macroprudentielles s'avèrent insuffisantes pour établir la stabilité financière, les autorités monétaires seront confrontées à un arbitrage difficile entre souplesse et crédibilité. Par conséquent, il se peut qu'elles souhaitent ajuster l'objectif de la politique monétaire afin d'avoir la flexibilité *crédible* requise pour atteindre les deux cibles. La poursuite de cibles de niveau des prix offre à cet égard un champ d'investigation possible.

Une évaluation formelle des avantages des régimes de cibles de niveau des prix exige l'élaboration d'un cadre qui donne une description plus réaliste des liens entre les sphères réelles et financières que ne le fait le modèle de l'accélérateur financier. Ces modèles d'évaluation sont encore rudimentaires, et leur utilisation dans le cadre de l'étude des mérites relatifs de la poursuite de cibles d'inflation ou de cibles de niveau des prix fait actuellement l'objet de recherches à la Banque du Canada.

La question de la stabilité financière est l'une des nombreuses dimensions pertinentes des discussions sur les cibles basées sur le niveau des prix ou sur l'inflation. La Banque a lancé un programme de recherche pluriannuel qui comprend un examen exhaustif des avantages possibles qu'offrirait l'adoption d'une cible de niveau des prix²³. Ces travaux sont en cours et nous serons heureux de continuer de collaborer avec des experts de la politique monétaire, des universitaires et des banquiers centraux du monde entier. Carl Walsh a apporté aujourd'hui une contribution des plus utiles à ce débat.

²² Voir Amano, Kryvtsov et Murray (2009), Coletti et coll. (2009) et de Resende, Dib et Kichian (2009).

²³ Voir le site Web de la Banque du Canada sur la recherche en matière de cibles d'inflation à l'adresse www.inflationtargeting.ca de même que Cateau (2008), Kryvtsov, Shukayev et Ueberfeldt (2008), Cateau, Kryvtsov, Shukayev et Ueberfeldt (2009), Dib, Mendicino et Zhang (2008), Covas et Zhang (2008) ainsi que Coletti, Lalonde et Muir (2008).

Bibliographie

Adrian, T., et H. S. Shin (2008). « Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy », communication préparée pour le symposium sur la politique économique intitulé « Maintaining Stability in a Changing Financial System », Jackson Hole (Wyoming), août.

Amano, R., O. Kryvtsov et J. Murray (2009). *Price-Level Targeting in a Multi-Sector Economy*, Banque du Canada. Manuscrit.

Banque du Canada. Inflation Targeting Research (site Web). Internet : <http://www.inflationtargeting.ca>.

Banque du Canada (2009). *Revue de la Banque du Canada*, dossier spécial intitulé « Bilan des recherches récentes sur les cibles d'inflation », printemps.

Bernanke, B. S. (2009). *Four Questions about the Financial Crisis*, discours prononcé au Morehouse College, Atlanta (Géorgie), 14 avril.

Carney, M. (2008). *La création de marchés continus*, discours prononcé devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni, Londres (Angleterre), 19 novembre.

Cateau, G. (2008). *Price Level versus Inflation Targeting under Model Uncertainty*, document de travail n° 2008-15, Banque du Canada.

Cateau, G., O. Kryvtsov, M. Shukayev et A. Ueberfeldt (2009). *Adopting Price-Level Targeting under Imperfect Credibility in ToTEM*, document de travail n° 2009-17, Banque du Canada.

Coletti, D., R. Lalonde et D. Muir (2008). « Inflation Targeting and Price-Level-Path Targeting in the Global Economic Model: Some Open Economy Considerations », *IMF Staff Papers*, vol. 55, n° 2.

Coletti, D., R. Lalonde, P. Masson et D. Muir (2009). *Commodities and Monetary Policy: Implications for Inflation and Price Level Targeting*, Banque du Canada. Manuscrit.

Covas, F., et Y. Zhang (2008). *Price-Level versus Inflation Targeting with Financial Market Imperfections*, document de travail n° 2008-26, Banque du Canada.

de Resende, C., A. Dib et M. Kichian (2009). *Optimal Monetary Policy in Multi-Sector Small Open Economy Models: Conventional Wisdom?*, Banque du Canada. Manuscrit.

Diamond, D. W., et R. Rajan (2005). « Liquidity Shortages and Banking Crises », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 2, p. 615-647.

Dib, A., C. Mendicino et Y. Zhang (2008). *Price Level Targeting in a Small Open Economy with Financial Frictions: Welfare Analysis*, document de travail n° 2008-40, Banque du Canada.

Fisher, P. R. (2008). « Commentary: The Role of Liquidity in Financial Crises », commentaires au sujet d'une communication présentée par E. Carletti et F. Allen au symposium intitulé « Maintaining Stability in a Changing Financial System », Jackson Hole (Wyoming), août.

Gorton, G. B., et A. Metrick (2009). *Securitized Banking and the Run on Repo*, document de travail n° 14, International Center for Finance, Yale School of Management. Internet : <http://ssrn.com/abstract=1440752>.

King, M. (2009). Discours prononcé au banquet du lord-maire à l'intention des banquiers et des marchands de la City de Londres à Mansion House, Londres (Angleterre), 17 juin.

Kryvtsov, O., M. Shukayev et A. Ueberfeldt (2008). *Adopting Price-Level Targeting under Imperfect Credibility: An Update*, document de travail n° 2008-37, Banque du Canada.

Shirakawa, M. (2009). *Some Thoughts on Incentives at Micro- and Macro-level for Crisis Prevention*, discours prononcé à la huitième assemblée générale annuelle de la Banque des Règlements Internationaux, Bâle (Suisse), 26 juin.

Steinsson, J. (2003). « Optimal Monetary Policy in an Economy with Inflation Persistence », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n° 7, p. 1425-1465.

Walsh, C. (2009). « Using Monetary Policy to Stabilize Economic Activity », communication préparée pour le symposium intitulé « Financial Stability and Macroeconomic Policy », Jackson Hole (Wyoming), août.

White, W. R. (2009). *Should Monetary Policy "Lean or Clean"?* Center for Financial Studies, Université Goethe, Francfort (Allemagne), mai.