



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
Conférence commémorative Eric J. Hanson
Université de l'Alberta
Edmonton (Alberta)
1^{er} mai 2013**

La politique monétaire après la chute¹

I. Introduction

C'est un honneur pour moi d'être ici pour prononcer la conférence commémorative Eric J. Hanson.

Eric Hanson, qui a grandi dans une ferme albertaine, a joué un rôle déterminant dans l'expansion du département de politique économique de l'Université de l'Alberta, dont il a été le directeur de 1957 à 1964. Le professeur Hanson prévoyait qu'une bonne éducation et une planification intelligente revêtraient une importance toujours croissante dans l'avenir, un avenir qu'il entrevoyait avec optimisme.

La conférence Hanson a été marquante dans l'histoire de la Banque du Canada. Celle qui a été donnée en 1988 par le gouverneur John Crow a été surnommée par la suite le « Manifeste d'Edmonton ». C'est à cette occasion que M. Crow a affirmé qu'un engagement clair à l'égard de la stabilité des prix était l'objectif ultime de la politique monétaire. Ce faisant, il a préparé le terrain pour l'adoption du régime de ciblage de l'inflation et la chute spectaculaire du niveau et de la volatilité de l'inflation qui allait suivre².

Le préambule de la *Loi sur la Banque du Canada* n'a pas changé depuis la promulgation de celle-ci en 1934. Il précise que la Banque a été instituée pour :

réglementer le crédit et la monnaie dans l'intérêt de la vie économique de la nation, pour contrôler et protéger la valeur de la monnaie nationale sur

¹ J'aimerais remercier David Wolf, Stephen Murchison, Rhys Mendes et Bob Fay pour leur soutien à la recherche. J'assume l'entière responsabilité de toutes les erreurs et omissions qui pourraient être relevées. Charles Bean a prononcé un discours portant le même titre à Jackson Hole en août 2010. Il n'est bien entendu aucunement responsable du contenu du présent texte.

² L'inflation mesurée par l'IPC s'est située en moyenne à 2 % en glissement annuel depuis le début de 1995, en baisse par rapport à 5,8 % au cours de la période 1977-1994. Parallèlement, l'écart-type de l'inflation mesurée par l'IPC en glissement annuel est passé de 3,4 points de pourcentage à 0,9 point de pourcentage pendant la même période.

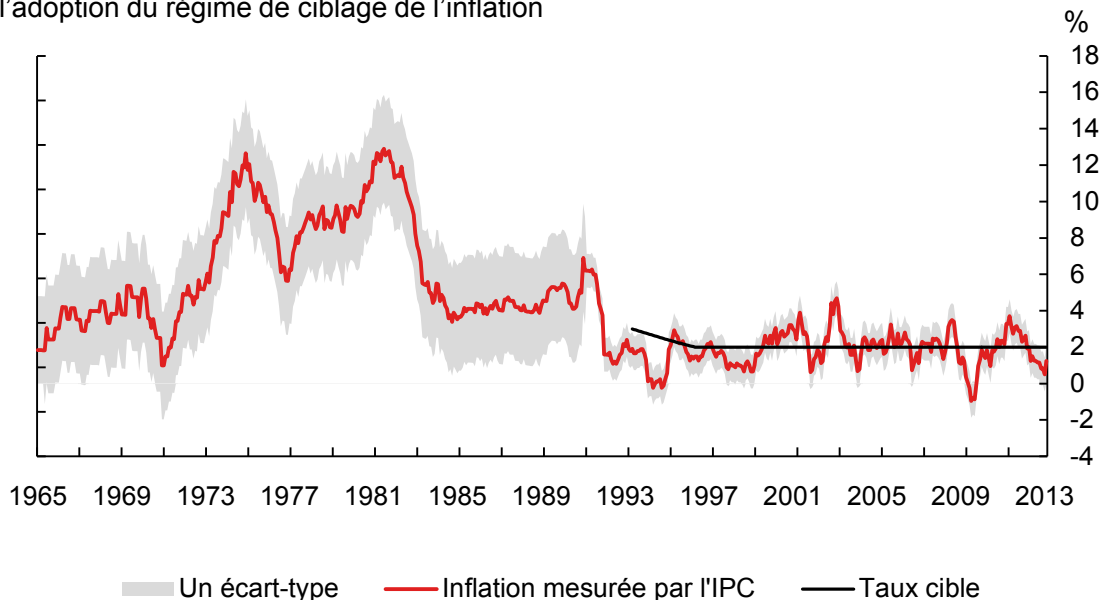
les marchés internationaux, pour atténuer, autant que possible par l'action monétaire, les fluctuations du niveau général de la production, du commerce, des prix et de l'emploi, et de façon générale pour favoriser la prospérité économique et financière du Canada.

L'idée maîtresse de John Crow était que l'adoption de la stabilité des prix comme objectif unique de la politique monétaire constituerait le meilleur moyen pour la Banque de respecter ces obligations envers les Canadiens.

Vingt ans plus tard, c'est le gouverneur David Dodge qui est venu sur cette scène. Son exposé faisait suite à près de deux décennies marquées par le succès du ciblage de l'inflation au Canada. L'inflation s'était établie en moyenne à exactement 2 %, et la croissance du PIB réel à 3 % depuis 1995 (**Graphique 1**). Un tel régime avait été adopté officiellement par 27 pays, et officieusement par d'autres. Une chose est sûre : au début de 2008, malgré les turbulences observées sur les marchés financiers internationaux, il y avait lieu de croire qu'il n'existait probablement pas de meilleur cadre de conduite de la politique monétaire.

Graphique 1 : L'inflation se situe à 2 % depuis 1995

Tant le niveau que la variance de l'inflation ont sensiblement diminué depuis l'adoption du régime de ciblage de l'inflation



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : mars 2013

Toutefois, en réaffirmant l'engagement de la Banque à l'égard d'un niveau d'inflation bas, stable et prévisible, Dodge, dans le souci constant d'amélioration des politiques publiques qui a caractérisé sa longue carrière, a soulevé, à juste titre, la question de savoir si nous assistions à « la fin de l'histoire de la politique monétaire ». Avons-nous de fait trouvé le cadre idéal?

En réponse au défi posé par le gouverneur Dodge, la Banque a inscrit deux thèmes importants à son programme de recherche : les coûts et les avantages associés à une cible d'inflation inférieure à 2 %, et les coûts et les avantages associés au passage à une cible de niveau des prix. Implicitement, la Banque se demandait si l'introduction d'une cible de niveau des prix pourrait laisser

présager une ère de véritable stabilité des prix (autrement dit, un taux moyen d'inflation nul), comme il avait été envisagé à l'origine dans l'entente de 1991 sur la maîtrise de l'inflation³.

Tout au long de la période de ciblage de l'inflation précédant la crise, les arguments les plus convaincants contre la poursuite d'une cible d'inflation plus basse concernaient les défis posés par la borne du zéro sur les taux d'intérêt. Toutefois, selon des recherches menées ultérieurement par la Banque du Canada, l'adoption d'une cible de niveau des prix bien comprise et crédible pourrait permettre de contourner en partie le problème de la borne du zéro, de sorte que les décideurs publics disposeraient d'une plus grande marge de manœuvre pour faire face aux chocs négatifs dans un climat de faible inflation⁴. Qui plus est, une cible de niveau des prix pourrait aussi réduire l'incertitude à long terme à l'égard du niveau des prix et ainsi permettre aux ménages et aux entreprises de prendre des décisions économiques avec une plus grande assurance. La simplicité d'une cible de niveau des prix immuable aurait aussi probablement pour effet d'atténuer la crainte qu'un régime de ciblage du niveau des prix ne soit pas suffisamment bien compris pour que les anticipations suivent la trajectoire voulue afin de permettre au régime de fonctionner. En théorie, du moins, un passage radical à une cible de niveau des prix semblait intrigant.

Comme nous le savons tous, des événements sont survenus. En l'espace de quelques mois, la crise financière mondiale a frappé de plein fouet. Dans son sillage, la borne du zéro est devenue une réalité plutôt qu'une curiosité théorique, soulevant des questions plus fondamentales au sujet de la politique monétaire, de sa portée ainsi que des rôles et des responsabilités des banques centrales.

Pour certains, il ne s'agit plus de savoir si le régime de ciblage de l'inflation pourrait être affiné, mais s'il pourrait être préservé.

La crise a fait clairement ressortir le rôle de la politique monétaire dans la poursuite de la stabilité financière. De fait, elle nous a rappelé brutalement que c'est quand on perd quelque chose qu'il prend toute sa valeur. Même si le système financier canadien s'est révélé l'un des plus résilients au monde, la Banque a reconnu l'importance de réexaminer la relation entre la politique

³ Les cibles précises du taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC s'établissaient à 3 % à la fin de 1992, à 2,5 % au milieu de 1994 et à 2 % à la fin de 1995. Par la suite, l'objectif était de continuer à réduire l'inflation jusqu'à ce que la stabilité des prix soit atteinte. Voir la livraison de mars 1991 de la *Revue de la Banque du Canada*. Même si on ne définissait pas précisément ce qu'était la stabilité des prix, les travaux effectués au Canada à l'époque montraient que celle-ci était compatible avec un taux d'inflation « clairement inférieur à 2 % ».

⁴ En tenant compte de la gravité et de la durée des épisodes où les taux d'intérêt se rapprochent de la borne du zéro, les calculs de la Banque du Canada indiquent que l'adoption d'une cible (temporaire) de niveau des prix, si elle est bien comprise et crédible, pourrait contribuer à éliminer plus de la moitié des pertes associées à l'impossibilité d'accentuer la détente monétaire au moyen d'une baisse du taux directeur. Voir R. Amano et M. Shukayev (2010), « La politique monétaire et la borne inférieure des taux d'intérêt nominaux », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 3-11, et C. L. Evans (2010), *Monetary Policy in a Low-Inflation Environment: Developing a State-Contingent Price-Level Target*, discours prononcé au 55^e colloque économique de la Banque fédérale de réserve de Boston, Boston (Massachusetts), 16 octobre.

monétaire et la stabilité financière et a ajouté ce point à son programme de recherche.

Les enjeux auxquels sont confrontées les autorités monétaires du monde sont plus vastes encore. À l'échelle du globe, on accuse maintenant les banques centrales d'être à la fois inefficaces et trop puissantes. On remet en question les objectifs de la politique monétaire : la stabilité des prix est-elle suffisante? Il est également admis que la façon dont la politique monétaire interagit avec les autres politiques macroéconomiques, notamment les politiques budgétaire et macroprudentielle, peut nuire à son indépendance et peut-être même à son efficacité.

Parallèlement, la panoplie des instruments employés par les banques centrales a été étendue et englobe maintenant un vaste éventail de mesures non traditionnelles. Des progrès considérables ont été accomplis sur le plan des communications. Une série de mesures de soutien à la liquidité destinées au secteur financier a estompé la distinction entre les politiques axées sur le maintien de la stabilité des prix et celles visant à préserver la stabilité financière.

Même si cela n'a pas été le cas au Canada, où la politique monétaire est demeurée traditionnelle, à l'échelle mondiale, on demande aux banques centrales d'en faire plus, en recourant à plus de moyens, que jamais auparavant. Toutes ces évolutions font ressortir l'importance de cadres de conduite de la politique monétaire clairement définis.

Dans mon exposé, j'examinerai les implications de l'expérience récente pour les cadres de conduite de la politique monétaire et les instruments et tactiques utilisés par les banques centrales pour atteindre leurs objectifs, ainsi que l'interaction entre la politique monétaire et les autres politiques macroéconomiques. Je structurerai mes propos en fonction des leçons clés tirées de la crise. Toutefois, je dois vous prévenir d'entrée de jeu que ces leçons ont généré jusqu'à présent bien plus de questions que de réponses, une tendance que je vais largement poursuivre aujourd'hui.

Permettez-moi de vous décrire tout d'abord la politique monétaire menée avant 2008, soit avant la crise.

II. La politique monétaire avant la crise : le ciblage de l'inflation comme cadre prédominant

D'aucuns voient l'histoire uniquement comme une succession d'événements se déroulant de façon arbitraire sans but particulier. Le philosophe allemand Hegel et d'autres ont contesté ce point de vue. Hegel considérait l'histoire comme une évolution vers une forme finale et rationnelle de société, guidée par la main invisible de la raison. C'est dans cet esprit que Francis Fukuyama s'est demandé en 1989 si nous assistions à la « fin de l'histoire », en raison de la chute de l'Union soviétique et de la fin de la guerre froide, qui, selon lui, semblaient culminer dans le triomphe de la démocratie libérale occidentale comme structure idéale de la société. Fukuyama admettait bien sûr qu'il surviendrait toujours des

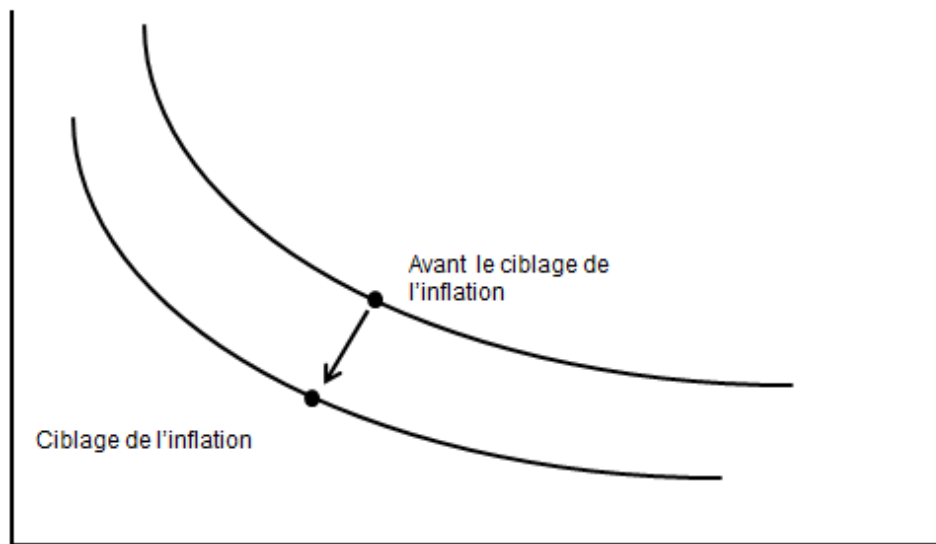
événements et des conflits, mais il soutenait que ceux-ci ne remettraient pas en cause l'état idéal que l'on connaissait déjà⁵.

C'est dans la même veine que le gouverneur Dodge s'est interrogé il y a cinq ans sur la possibilité que nous ayons atteint la fin de l'histoire de la politique monétaire. Le point de vue répandu, sinon universel, était que le régime de ciblage de l'inflation s'était révélé le meilleur cadre de conduite de la politique monétaire qui soit.

Un tel optimisme semblait justifié. L'adoption de ce régime dans de nombreux pays coïncidait généralement avec une longue période de calme sur le plan macroéconomique. La frontière de Taylor semblait se déplacer vers l'axe : un degré moindre de volatilité de l'inflation pouvait maintenant être atteint pour tout niveau donné de volatilité de la production (**Graphique 2**)⁶. Même si la causalité faisait toujours l'objet d'un débat, il semblait évident que le ciblage de l'inflation était à tout le moins compatible avec la stabilité économique. C'est ce qui l'a distingué de ses précurseurs et a alimenté le consensus qui se dessinait concernant sa supériorité.

Graphique 2 : Frontière de Taylor : la volatilité semblait diminuer

Variance de l'inflation



Variance de la production

La fin présumée de l'histoire de la politique monétaire ne signifiait pas la fin des chocs économiques, pas plus que la thèse de Fukuyama laissait supposer la fin des événements. Elle ne signifiait pas non plus la fin des efforts déployés pour

⁵ Des événements ont remis cette thèse en question récemment, y compris le succès économique du modèle de capitalisme d'État attesté par l'exemple de la Chine.

⁶ La frontière de Taylor, nommée en l'honneur de l'économiste John Taylor, est un ensemble de combinaisons efficaces de volatilité de la production et de volatilité de l'inflation. Autrement dit, elle montre le niveau le plus bas pouvant être atteint par la volatilité de l'inflation pour tout niveau donné de volatilité de la production. Cette frontière est la conséquence de chocs qui font évoluer la production et l'inflation dans des directions opposées. Ainsi, la banque centrale ne peut pas stabiliser complètement à la fois la production et l'inflation. Le mieux qu'elle puisse faire est de choisir un point sur la frontière de Taylor.

affiner davantage l'application du régime de ciblage de l'inflation et ainsi réduire au minimum l'incidence et les conséquences de ces chocs. Mais ce qu'elle signifiait, c'est que « de façon générale pour favoriser la prospérité économique et financière » d'une société, les banques centrales devraient poursuivre sans relâche l'objectif de la stabilité des prix.

Selon certains, les événements récents donnent à penser que nous devrions réévaluer cette conclusion. Pour ce faire, nous devrions d'abord examiner les fondements intellectuels et l'application pratique du régime de ciblage de l'inflation.

Les fondements théoriques sur lesquels repose le ciblage de l'inflation trouvent leur source dans la synthèse des nouveaux keynésiens⁷. La différence entre ce cadre intellectuel et ses précurseurs est qu'il accorde un rôle central aux attentes et abandonne l'hypothèse d'un arbitrage à long terme entre l'inflation et la production. La politique monétaire a des effets réels dans les modèles des nouveaux keynésiens, car ceux-ci prennent pour hypothèse que certains prix et salaires nominaux s'ajustent lentement. Cette rigidité des prix et des salaires nominaux implique que les attentes d'inflation s'ajustent aussi graduellement, ce qui donne le temps aux changements apportés par la banque centrale à son taux d'intérêt nominal d'influer sur les taux d'intérêt réels et, de ce fait, incite les ménages et les entreprises à modifier leurs dépenses au fil du temps. En outre, compte tenu de la nature prospective du comportement dans ces modèles, les décisions sont fonction des taux d'intérêt actuels et des taux d'intérêt futurs anticipés. Enfin, comme tous les prix et les salaires ne s'ajustent pas en même temps, une inflation variable donne lieu à une dispersion inefficace des prix relatifs. Cela vient étayer encore davantage le choix de la stabilisation de l'inflation comme objectif clé de la politique monétaire.

L'application pratique de ces fondements intellectuels a été un régime de ciblage de l'inflation comportant les principaux éléments suivants :

- **Un objectif clair**, défini habituellement comme un niveau ou, à l'occasion, une fourchette d'inflation. Dans de nombreux pays dotés d'un régime de ciblage de l'inflation, dont le Canada, la cible d'inflation, mesurée par l'indice des prix à la consommation, est établie à 2 %. En général, les banques centrales se fixent un horizon à moyen terme pour atteindre cet objectif : normalement de six à huit trimestres. Alors que les banques centrales disposaient d'une certaine marge de manœuvre pour modifier cet horizon, la plupart considéraient cette flexibilité comme étant très limitée. D'autres objectifs - comme l'emploi ou la production - étaient soumis à un ordre lexicographique ou évités complètement. Les gens étaient profondément convaincus que l'atteinte de la cible d'inflation était la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter pour favoriser l'emploi (il n'existait pas d'arbitrage à long terme entre l'inflation et l'emploi). Des variables comme le taux de change, la monnaie, le crédit et

⁷ Voir R. Clarida, J. Galí et M. Gertler (1999), « The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective », *Journal of Economic Literature*, vol. 37, p. 1661-1707, pour une analyse de la politique monétaire dans le modèle canonique des nouveaux keynésiens.

les prix des actifs n'influaient sur la politique monétaire que dans la mesure où elles avaient des implications pour l'inflation et la production^{8 et 9}.

- **La poursuite de cet objectif par une banque centrale indépendante.** À la suite des périodes de forte inflation des décennies 1970 et 1980, on en est venu généralement à comprendre que la meilleure pratique consistait pour les organes exécutif et législatif de l'État à décider de l'objectif de la politique monétaire, puis à déléguer la responsabilité opérationnelle de sa réalisation à la banque centrale. Cette dernière a un « pouvoir discrétionnaire limité » : elle détermine comment et en combien de temps elle atteindra la cible d'inflation. L'indépendance opérationnelle dont elle jouit l'isole des pressions à court terme exercées par le système politique. En particulier, elle permet d'éviter un problème d'incohérence temporelle fondamental, soit la tentation de poursuivre des objectifs à court terme pouvant compromettre la bonne tenue économique à moyen terme¹⁰.
- **Un instrument :** un taux d'intérêt à très court terme (le taux du financement à un jour au Canada). La trajectoire attendue de ce taux directeur influence les taux du marché à long terme, les taux d'intérêt établis par les institutions financières ainsi que le taux de change et d'autres prix des actifs. À leur tour, ceux-ci influent sur la demande globale et l'inflation. Comme les attentes d'inflation sont bien ancrées, la tâche consiste à préserver en gros l'équilibre entre le niveau de la demande globale et celui de la production potentielle. Le régime de ciblage de l'inflation mis en œuvre de cette manière avant la crise répondait au principe de Tinbergen : l'unique outil de politique disponible était consacré

⁸ Un taux de change flexible a été, et demeure, un élément clé du régime de ciblage de l'inflation du Canada.

⁹ Même si la Banque du Canada reconnaissait le fait « qu'il puisse être opportun, dans des circonstances exceptionnelles, que les autorités monétaires interviennent face à l'évolution des prix des actifs et que, ce faisant, elles prolongent l'horizon auquel l'inflation doit retourner au niveau cible », ces circonstances étaient perçues comme étant extrêmement rares. De plus, la Banque a fait clairement savoir qu'elle « concentrerait ses efforts sur les conséquences que peuvent avoir [...] des chocs de prix des actifs sur l'inflation et la production ». Les considérations relatives à la stabilité financière n'étaient pas vues comme relevant de la politique monétaire. Voir Banque du Canada (2006), *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : Note d'information - novembre 2006*.

¹⁰ F. Kydland et E. Prescott (1977), « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans », *Journal of Political Economy*, vol. 85, n° 3, juin, p. 473-492. Dans leur article, les auteurs relèvent ce problème d'incohérence temporelle et proposent comme solution une prise de décision fondée sur des règles. Prenons le cas d'une banque centrale qui ne jouit d'aucune indépendance opérationnelle et qui ne poursuit pas d'objectif explicite en matière d'inflation. Supposons que cette banque annonce que l'inflation sera de 2 % à l'avenir. Si les agents du secteur privé croient cette annonce, ils fixeront les prix et les salaires en conséquence. Cependant, une fois les prix et les salaires fixés, la banque centrale peut subir des pressions politiques qui l'amènent à revenir sur son engagement et à assouplir la politique monétaire afin de favoriser une augmentation de l'emploi et de la production à court terme. Si les autorités monétaires reviennent sur leurs décisions à répétition, les agents commenceront à anticiper ce comportement, ce qui entraînera une hausse de l'inflation sans exercer d'incidence positive sur l'emploi ou la production. L'indépendance opérationnelle isole la banque centrale des pressions politiques en faveur de la poursuite d'objectifs à court terme au détriment des résultats à long terme. En outre, le fait de rendre la banque centrale responsable de l'atteinte de la cible d'inflation limite son pouvoir discrétionnaire et sa capacité de poursuivre d'autres objectifs.

à l'atteinte d'un seul objectif. En limitant le nombre d'objectifs à celui des instruments, le régime de ciblage de l'inflation avant la crise simplifiait la tâche de la banque centrale.

- **Des communications transparentes.** Les recherches et l'expérience montrent que des communications claires et ouvertes sont essentielles à l'efficacité de la politique monétaire et à l'obligation de rendre compte en la matière. En particulier, pour atteindre ses objectifs de politique monétaire, la banque centrale doit être transparente relativement à deux aspects de cette politique : ce qu'elle cherche à accomplir et la façon dont elle s'y prend pour y parvenir. La clarté de la cible d'inflation permet aux ménages et aux entreprises de formuler des projets à long terme avec plus d'assurance, en prenant leurs décisions en matière d'épargne, de placements et de dépenses en fonction d'un objectif commun de maîtrise de l'inflation, ces actions servant collectivement à amener la cible d'inflation à se renforcer elle-même. Les communications transparentes qui illustrent comment la banque centrale réagit aux forces à l'œuvre au sein de l'économie aident les marchés et le public à former leurs attentes et à les modifier de façon efficiente, ce qui favorise encore davantage l'atteinte de l'objectif en matière d'inflation.

Une conséquence de ce régime de ciblage de l'inflation bien défini était une conception assez étroite du rôle que pourrait jouer la politique monétaire pour remédier aux vulnérabilités financières potentielles. Avant la crise, l'évolution des prix des actifs était généralement considérée comme le principal indicateur de déséquilibres financiers naissants, et la plupart des gens étaient d'avis que les autorités monétaires devaient tenir compte des variations des prix des actifs uniquement si celles-ci avaient des implications pour l'inflation et la production au cours de l'horizon de moyen terme habituellement retenu pour la politique monétaire. Les dirigeants de banque centrale s'accordaient pour la plupart sur le fait que la stratégie consistant à réparer les dégâts après l'éclatement d'une bulle représentait la meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter à cet égard.

Cette préférence s'appuyait sur trois hypothèses clés : 1) il est difficile de déceler des bulles; 2) la politique monétaire paraît un moyen inefficace, et par conséquent coûteux, de crever des bulles et 3) réparer les dégâts après l'éclatement d'une bulle n'est pas trop coûteux¹¹. On prenait pour hypothèses implicites que les marchés étaient généralement efficaces et que les marchés essentiels étaient en situation d'équilibre dans tous les états du monde, ce qui renforçait le principe de réparation des dégâts.

Ce consensus intellectuel a eu des conséquences pour la structure des banques centrales, leur réflexion au sujet des questions macroéconomiques et leur degré de préparation aux événements à venir.

¹¹ A. Greenspan (2002), *Issues for Monetary Policy*, discours prononcé devant l'Economic Club de New York, New York (New York), 19 décembre, et A. Greenspan (2002), *Opening Remarks*, « Rethinking Stabilization Policy », symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 29-31 août.

Bien que pendant les années précédant la crise, la plupart des banques centrales aient ajouté la stabilité financière à leurs objectifs, les volets politique monétaire et stabilité financière d'un grand nombre d'institutions ont été gérés isolément l'un de l'autre. À titre d'exemple, les canaux de transmission types des nouveaux keynésiens dans les principaux modèles de politique monétaire faisaient 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.

Le travail de modélisation macroéconomique portait sur les imperfections des marchés du crédit seulement dans la mesure où celles-ci donnaient lieu aux effets d'accélérateur financier plutôt qu'aux procyclicités plus larges au sein du système financier. Dans les modèles les plus perfectionnés, les conditions du crédit imposées aux entreprises et aux ménages étaient explicitement liées aux garanties, comme le logement. Par conséquent, l'expansion du crédit est devenue davantage procyclique à mesure que les dépenses des ménages et des entreprises étaient plus étroitement liées à leur santé financière respective. Même s'il s'agit là d'un progrès important par rapport à l'approche précédente fondée sur la contrainte budgétaire sur la durée de vie des agents, la dynamique créée par ce type de frictions dans les marchés du crédit est demeurée peu notable et, ainsi, le dilemme auquel était confrontée la banque centrale était sensiblement le même.

De façon plus générale, sans systèmes financiers, ces modèles ne disposaient pas des types de dynamique non linéaire nécessaires à la création de la possibilité d'une crise financière. En outre, face au caractère diffus de la politique monétaire, il n'y avait essentiellement pas de raison de prévenir les coups. Parallèlement, on ne se rendait pas bien compte que la dynamique procyclique plus large sur les marchés monétaire et du crédit pourrait être déclenchée par l'atteinte de la stabilité des prix elle-même.

Comme l'ont compris tardivement les banques centrales, le peu d'importance ainsi accordé aux liens entre les sphères réelle et financière 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.

III. La politique monétaire et la crise financière

On peut affirmer sans risque de se tromper que la plupart des autorités publiques n'ont pas vu venir la crise. Cela est attribuable en partie au fait que les banques centrales ont sous-évalué l'envergure de la création endogène de liquidité au sein du système. De plus, elles se sont peut-être plaintes des déséquilibres importants et persistants des balances courantes apparus à l'échelle du globe dans la période précédant la crise, mais elles n'ont pas fait le lien entre ces flux de liquidité et l'accroissement des déséquilibres financiers dans bon nombre d'économies avancées.

Par conséquent, la crise qui a éclaté en 2007 a été considérée presque comme un événement limité exogène. Les premières explications fournies à propos de ses causes visaient majoritairement des facteurs microéconomiques comme les incitations des banquiers et l'opacité des marchés. Les événements en question n'étaient même pas annonciateurs d'une crise, mais plutôt de simples

« turbulences », suffisamment préoccupantes pour attacher sa ceinture, mais pas assez sérieuses pour que l'avion s'écrase. Jean-Claude Trichet, alors président de la Banque centrale européenne, s'est fait l'écho de beaucoup de gens lorsqu'il a admis que ce n'est qu'après l'effondrement de Bear Stearns qu'il s'est dit « prêt à parler de crise »¹².

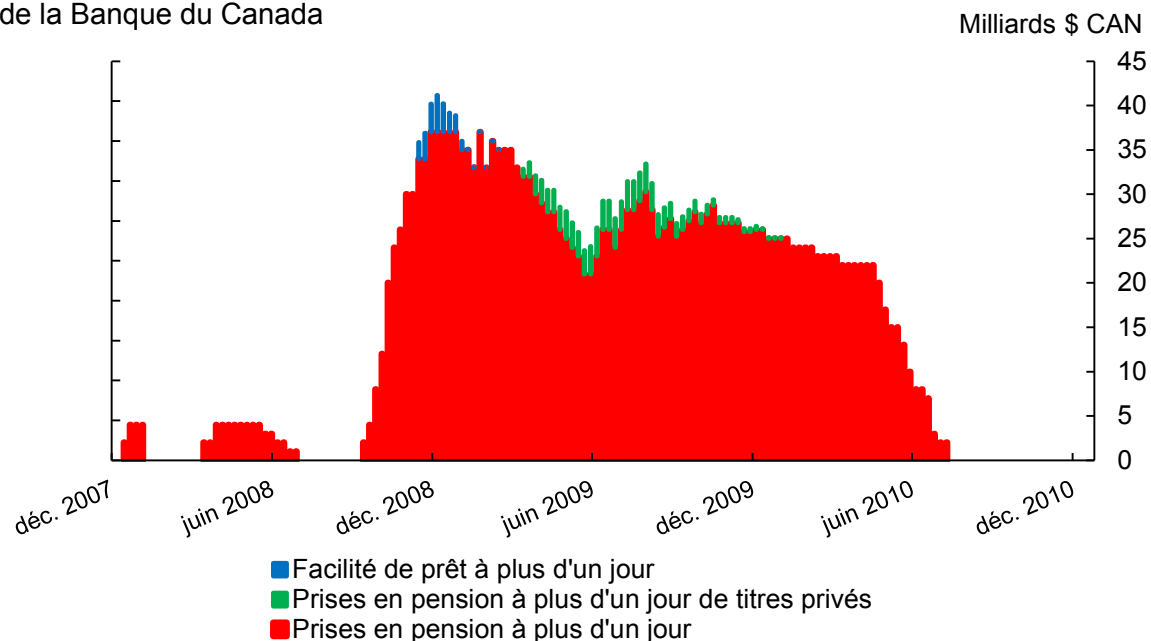
Finalement, les turbulences financières étaient trop graves pour ne pas s'en soucier. Comme le président Bush l'a déclaré sans mettre de gants blancs lors d'une réunion d'urgence du cabinet en septembre 2008 : « la situation pourrait coûter très cher aux Américains »¹³.

Les autorités ont réagi rapidement.

Les banques centrales ont réactivé leur volet stabilité financière jusque-là en veilleuse. Lorsque les marchés monétaires ont paralysé, elles ont appliqué le principe bien connu de Bagehot : prêter généreusement en contrepartie de bonnes garanties à un taux dissuasif¹⁴. Les échos de la Grande Dépression ont provoqué une intervention prompte et énergique. Les principales banques centrales ont fourni un apport exceptionnel de liquidités totalisant des centaines de milliards de dollars par l'entremise des mécanismes de prise en pension, des mécanismes permanents d'octroi de liquidités, des programmes de prêt de titres et des accords de swap réciproques (**Graphique 3**).

Graphique 3 : Règles de la rue Lombard

Encours hebdomadaire en valeur nominale des facilités de trésorerie de la Banque du Canada



Source : Banque du Canada

Dernière observation : 30 décembre 2010

¹² *General Discussion: Central Banks and Financial Crises* (sous la présidence de S. Fischer), « Maintaining Stability in a Changing Financial System », symposium sur la politique économique, Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), août 2008.

¹³ « Talks Implode During a Day of Chaos; Fate of Bailout Plan Remains Unresolved », *The New York Times*, 25 septembre 2008.

¹⁴ Un important volume de crédit était également octroyé à des taux non dissuasifs par l'entremise de mécanismes de financement de marché.

Lorsqu'elles ont adopté ces mesures de soutien à la liquidité, de nombreuses banques centrales ont prôné un « principe de séparation », selon lequel les mesures prises à l'appui du fonctionnement du marché et de la stabilité financière devaient être dissociées de celles axées sur la stabilité des prix. Or, au fil du temps, cette séparation s'est avérée de plus en plus arbitraire. Les mesures d'octroi de liquidités d'urgence, qui visaient initialement à assurer le bon fonctionnement des marchés et la stabilité financière, ont eu pour effet de réparer un mécanisme de transmission de la politique monétaire défectueux. Avec le temps et dans les pays qui présentaient des dysfonctionnements plus graves, il a fallu mener des actions plus énergiques.

Ces interventions ont contribué à fournir l'élan nécessaire pour soutenir l'activité et favoriser la stabilité des prix. Les liens entre la stabilité des prix et la stabilité financière étaient de plus en plus évidents.

L'intervention des autorités monétaires face à la grave récession provoquée par la crise financière a été encore plus audacieuse, à la mesure de l'ampleur de l'effondrement de la demande.

À l'automne 2008, devant la détérioration rapide des conditions sur les marchés financiers mondiaux, l'affaiblissement de l'économie américaine et la baisse abrupte des cours des produits de base, les banques centrales des pays du G10, dont la Banque du Canada, ont procédé à une réduction concertée exceptionnelle de leurs taux d'intérêt de l'ordre de 50 points de base, la première depuis les attentats terroristes du 11-Septembre. En très peu de temps, les taux directeurs de nombreuses économies avancées se sont retrouvés à leur valeur plancher.

À mesure que la crise progressait, les grandes banques centrales qui devaient accentuer la détente monétaire ont aussi déployé des mesures non traditionnelles d'envergure et ont ainsi porté la taille de leurs bilans à des niveaux sans précédent.

Finalement, l'ampleur du choc de demande, la nécessité de communiquer clairement et l'impératif d'ancrer les attentes d'inflation ont tous concouru à convaincre la Réserve fédérale et la Banque du Japon d'adopter un régime de ciblage de l'inflation.

En effet, le régime de ciblage de l'inflation du Canada est apparu comme un atout essentiel tout au long de la crise. Il a fourni un cadre clair permettant à la Banque de mettre en œuvre les mesures de relance monétaire énergiques qui s'imposaient en réponse aux importants chocs d'origine externe. Ce régime, qui jouit d'une grande crédibilité, s'est révélé un point d'ancrage d'une importance cruciale pendant cette période de turbulences, en procurant à la Banque un objectif ferme sur lequel axer ses mesures de soutien et en offrant aux marchés financiers et au public un moyen clair de bien saisir le raisonnement qui sous-tendait ces mesures. Cette compréhension s'est traduite par une stabilité relative des attentes d'inflation durant la crise, lesquelles sont demeurées bien arrimées à la cible de 2 %.

Même si la crise avait démontré que le régime flexible de ciblage de l'inflation était le cadre de conduite de la politique monétaire par excellence, les

événements laissent entrevoir certaines leçons primordiales qui pourraient influencer la forme et la mise en œuvre du régime.

IV. Les leçons tirées

1. La stabilité des prix n'est pas un gage de stabilité financière

Comme John Crow l'a souligné en 1988, l'objectif fondamental de la politique monétaire au Canada est la stabilité des prix. C'est encore le cas aujourd'hui.

Comment peut-on tirer parti d'une leçon centrale selon laquelle la stabilité des prix peut, en fait, être associée à une croissance excessive du crédit et à la création de bulles d'actifs qui, à leur tour, peuvent finir par compromettre l'atteinte de la stabilité des prix?

La crise a malheureusement fait ressortir clairement qu'un taux d'inflation bas, stable et prévisible ainsi qu'une faible variabilité de l'activité, surtout dans un contexte de 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 perçu¹⁵. Cette dynamique ouvre la voie à une forte instabilité financière et (à terme) à une instabilité de la production et de l'inflation.

L'expérience donne à penser que des périodes prolongées de taux exceptionnellement bas peuvent fausser l'évaluation des risques financiers et provoquer une quête de rendement. De fait, les risques peuvent 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 actuelle et) favorise une plus grande prise de risques (en fonction de la VaR prospective)¹⁶. Les activités des investisseurs s'étendent des marchés liquides vers des marchés moins liquides. Parallèlement, des taux d'intérêt faibles et stables contribuent à accentuer les asymétries entre les actifs et les passifs sur les marchés du crédit et les marchés des changes. Ces tendances s'avèrent assez marquées lorsque les investisseurs sont convaincus que les taux d'intérêt vont rester bas.

Il semblerait en outre que l'approche qui consiste à réparer les dégâts pourrait même renforcer le comportement de prise de risques. Le silence de la banque centrale quant à l'existence d'une possible bulle, la certitude qu'elle ne réagirait pas face aux pressions financières émergentes et le fait que l'on s'attende à ce que l'institution répare les dégâts si la bulle éclate, tout cela a concouru à exacerber la crise.

Cette dynamique du canal de prise de risque de la politique monétaire n'est pas possible dans les modèles courants des nouveaux keynésiens, en raison du traitement simpliste qu'ils appliquent aux marchés financiers. Cependant, le problème est encore plus profond, compte tenu de la nature de la formation du prix des actifs et du processus décisionnel des particuliers.

¹⁵ Banque du Canada (2011), *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information - novembre 2011*, note technique 7, p. 28-29.

¹⁶ La valeur exposée au risque (VaR) est une mesure du risque de perte sur un portefeuille.

L'approche des nouveaux keynésiens mettait en évidence l'importance de la crédibilité et des anticipations, mais qu'arrivait-il si les anticipations elles-mêmes étaient une source d'instabilité? Il est bien connu que les marchés financiers sont sujets à des accès d'euphorie et de désespoir. Les travaux de Hyman Minsky, redécouverts depuis la crise, exposent une « hypothèse d'instabilité financière » selon laquelle la stabilité favorise l'exubérance et les excès, qui sont suivis d'une « heure des comptes »¹⁷. De manière plus générale, comme l'avenir est incertain, les gens peuvent se tromper lorsqu'ils estiment leur revenu futur. Ce comportement s'explique de diverses façons, allant de l'extrapolation inappropriée des conséquences d'une nouvelle technologie ou d'une période prolongée de stabilité à la simple hypothèse que ce qu'on a vécu dans un passé récent va se poursuivre dans l'avenir.

Quelle qu'en soit la cause, un optimisme excessif peut entraîner une surestimation de la croissance future des revenus et des prix des actifs, ce qui occasionne pendant un certain temps un boom du crédit et des actifs qui s'auto-alimente. Ces idées fausses peuvent s'amplifier au fil des ans, laissant les ménages, les entreprises et les banques cruellement exposés lorsque la vérité se fait jour. Tôt ou tard, l'avenir devient le présent et la réalité s'impose de nouveau.

Comme la stabilité macroéconomique, y compris la stabilité des prix, contribue à l'accroissement de l'instabilité financière, il faut s'interroger sur le rôle que la politique monétaire doit jouer.

2. La politique monétaire est la dernière ligne de défense contre les vulnérabilités financières

Ces questions sont encore très pertinentes aujourd'hui. Dans les économies en crise, les attentes des marchés selon lesquelles les taux directeurs resteront très bas pendant très longtemps semblent fermement enracinées. Dans les économies qui ont échappé à la crise, les autorités ont dû également prendre des mesures énergiques face au contexte extérieur difficile et, même si les systèmes financiers nationaux fonctionnaient bien, les taux directeurs ont continué d'avoisiner des creux historiques et les taux réels ont été généralement négatifs.

Une période prolongée de bas taux d'intérêt pourrait déclencher la dynamique que je viens juste de décrire, en particulier une création excessive du crédit et une prise de risques indus. On peut observer dans les économies épargnées par la crise une hausse de l'endettement des ménages à des niveaux préoccupants, comme cela a été le cas au Canada, où le bon fonctionnement du système financier se conjugue à un contexte de bas taux d'intérêt depuis 2008.

Il ne s'ensuit pas nécessairement que les autorités monétaires doivent intervenir sur-le-champ. De fait, l'une des considérations les plus importantes lorsqu'on élabore une politique efficace est l'attribution des responsabilités. Au Canada, la hiérarchie est très claire : la responsabilité ultime de la santé du système financier relève du ministre des Finances.

¹⁷ H. Minsky (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, et H. Minsky (1992), « The Financial Instability Hypothesis », document préparé pour l'ouvrage *Handbook of Radical Political Economy*, mai.

Une attitude responsable de la part des particuliers et des institutions forme la première ligne de défense contre une accumulation de déséquilibres financiers. Viennent ensuite la réglementation et la surveillance micro- et macroprudentielles, qui ont été appliquées efficacement au Canada. Par exemple, depuis qu'elles ont affronté la crise, les banques d'ici ont considérablement gagné en robustesse. Leur capital-actions ordinaire a augmenté de 81 %, soit 77 milliards de dollars, et plus de 6 ans avant l'entrée en vigueur des nouvelles exigences de Bâle III en matière de fonds propres, elles s'y conforment déjà.

Pour ce qui est du financement hypothécaire, le gouvernement canadien a apporté à quatre occasions des changements prudents et à point nommé aux modalités d'assurance hypothécaire, et le Bureau du surintendant des institutions financières a durci ses lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires. Les autorités du pays continueront de surveiller la situation financière du secteur des ménages et elles collaborent étroitement en ce sens.

Ces lignes de défense contribueront fortement à limiter le risque d'excès financiers, mais la Banque reconnaît maintenant qu'il se pourrait que dans certaines situations il faille encore tenir compte de considérations liées à la stabilité financière dans la formulation de la politique monétaire. C'est évidemment le cas lorsque les déséquilibres financiers influencent les perspectives d'évolution à court terme de la production et de l'inflation.

Accessoirement, la politique monétaire pourrait venir compléter les efforts macroprudentiels qui ont déjà été déployés. La question de savoir si elle devrait activement prévenir les déséquilibres dépend de la gravité de ceux-ci et de l'efficacité prévue des mesures macroprudentielles.

Dans des circonstances exceptionnelles où les déséquilibres financiers représentent une menace pour l'économie dans son ensemble ou sont provoqués par un contexte de bas taux d'intérêt, le recours à la politique monétaire peut s'avérer nécessaire pour soutenir la stabilité du système financier. Cette politique a une incidence à grande échelle difficilement évitable sur les marchés financiers et sur le levier des institutions financières. À cause de son caractère diffus, la politique monétaire n'est pas un outil adapté à la correction des déséquilibres propres à certains secteurs, mais elle est utile pour résoudre les déséquilibres susceptibles de se répercuter sur l'ensemble de l'économie. Comme l'a observé Jeremy Stein, gouverneur à la Réserve fédérale, la politique monétaire « bénéficie d'un avantage important par rapport à la supervision et à la réglementation, à savoir parce qu'elle s'engouffre dans toutes les brèches »¹⁸.

Qui plus est, ce rôle de la politique monétaire dans la préservation de la stabilité financière est tout à fait compatible avec l'objectif de stabilité des prix à plus long terme¹⁹. À la longue, les déséquilibres financiers engendrent des crises, et les

¹⁸ J. Stein (2013), *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*, discours prononcé dans le cadre du symposium de recherche intitulé « Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter », organisé par la Banque fédérale de réserve de St. Louis, St. Louis (Missouri), 7 février.

¹⁹ Le défi étant qu'il n'est pas nécessairement compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation à moyen terme.

crises menacent la stabilité des prix. La leçon claire que l'on peut dégager est qu'une banque centrale qui vise la stabilité des prix sans égard à la stabilité financière risque fort de ne réaliser ni l'une ni l'autre. À l'heure actuelle, le meilleur moyen d'atteindre ces objectifs étroitement liés, qui suppose la formulation de la politique monétaire en tenant compte d'autres politiques visant la stabilité financière, continue de faire l'objet d'un débat.

3. Les banques centrales qui se heurtent à la borne du zéro ne sont pas impuissantes

Pendant la période qui a précédé la crise, la borne limitant les taux d'intérêt nominaux à zéro était considérée par la plupart comme une curiosité théorique. Seul le Japon avait été confronté à ce problème récemment, et il était perçu comme un cas à part.

Lorsque la crise a éclaté, l'atteinte de la valeur plancher, qui n'était jusque-là qu'une vague possibilité, est devenue réalité à une vitesse hallucinante.

Nous avons appris que les banques centrales ne sont pas impuissantes lorsque leur taux directeur avoisine la borne du zéro, mais qu'elles ne devraient pas non plus se complaire dans cette situation. L'efficacité d'une politique non traditionnelle est plus incertaine, les risques plus variés et sa stratégie de sortie n'a pas encore été mise à l'épreuve.

Comme il a été démontré, même lorsque le taux directeur est à son point le plus bas, les taux du marché à plus long terme et les taux des prêts pratiqués par les institutions financières ont encore de bonnes chances d'être bien supérieurs à zéro. Ces taux d'intérêt influencent directement les décisions de dépense des ménages et des entreprises. Dans ces conditions, la politique monétaire aurait pour objectif de continuer à exercer une pression à la baisse sur ces taux et de chercher à améliorer la disponibilité du crédit et les conditions financières de façon générale.

Bien que la Banque du Canada n'ait pas eu à recourir à l'assouplissement quantitatif ou à l'assouplissement direct du crédit, elle a beaucoup appris au sujet de ces mesures alors qu'elle dressait des plans d'urgence et observait l'expérience d'autres banques centrales à cet égard (**Graphique 4**).

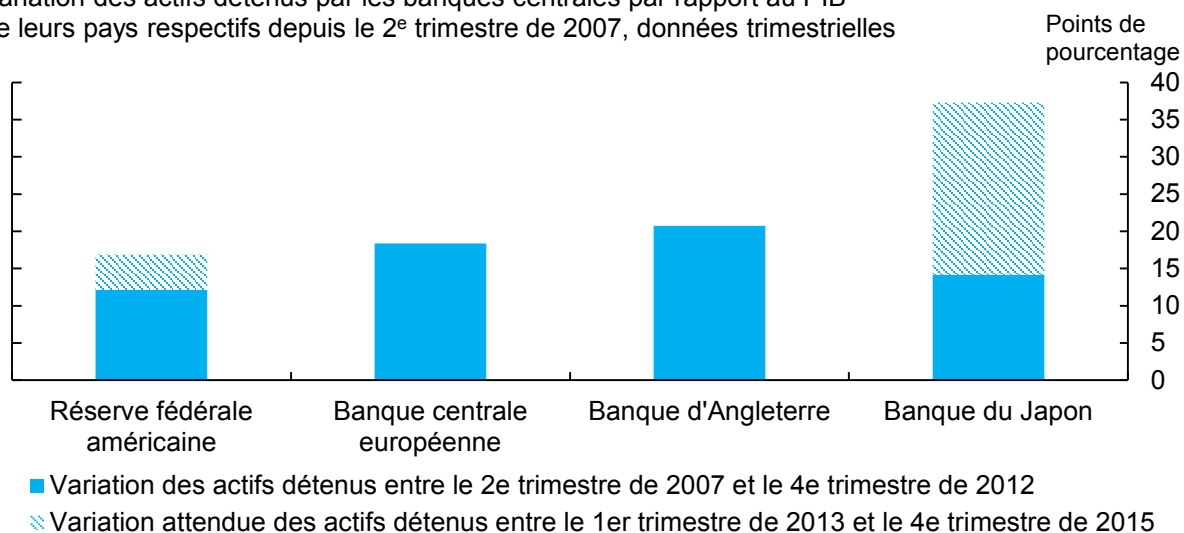
Par assouplissement quantitatif, on entend des achats fermes d'actifs financiers financés par l'expansion de la base monétaire, qui passe par la création de réserves de banque centrale et qui a pour effet d'accroître le bilan de cette dernière. Si les actifs sont des substituts imparfaits, ces achats font augmenter le prix et diminuer le rendement des actifs acquis (qui sont normalement des titres d'État, mais pourraient aussi être des actifs du secteur privé)²⁰. Cette baisse de

²⁰ Si les actifs à long terme acquis sont parfaitement substituables avec des actifs à court terme sans risque, le taux d'intérêt à long terme ne s'écartera pas beaucoup de la trajectoire attendue des taux à court terme. S'il s'en écartait, les investisseurs opéreraient à leur avantage une substitution entre les actifs à court et à long terme jusqu'à ce que l'écart soit éliminé. De manière plus générale, l'incidence d'un achat sur le rendement de l'actif acquis dépendra pour une large part du degré de substituabilité entre les catégories d'actifs. Elle sera plus importante si les actifs sont peu substituables entre eux. Dans ce cas, toutefois, la mesure dans laquelle les variations du rendement des actifs achetés se répercuteront sur celui des autres catégories d'actifs risque aussi d'être limitée. Si le degré de substituabilité est élevé, il sera plus difficile de faire varier le

rendement ainsi que l'éviction des investisseurs privés provoquent un rééquilibrage des portefeuilles du secteur privé au profit d'autres actifs plus risqués, ce qui a pour effet de stimuler l'ensemble des marchés financiers. En définitive, des prix des actifs plus élevés et des rendements plus faibles alimentent la demande globale et facilitent l'atteinte de la cible d'inflation.

Graphique 4 : Nouvel assouplissement monétaire substantiel opéré au moyen de mesures non traditionnelles

Variation des actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs depuis le 2^e trimestre de 2007, données trimestrielles



Nota : La hausse attendue des actifs de la Réserve fédérale américaine repose sur la moyenne des prévisions du secteur privé. Pour le Japon, la variation attendue des actifs détenus se fonde sur la plus récente décision de politique monétaire annoncée par la banque centrale.
Sources : Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis; Banque centrale européenne et Eurostat; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon); calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2012T4

L'assouplissement direct du crédit désigne l'achat d'actifs privés effectué directement sur certains marchés de crédit qui sont essentiels au bon fonctionnement du système financier et qui sont temporairement mis à mal. Cette mesure vise à réduire les primes de risque, à améliorer la liquidité et à stimuler l'activité sur ces marchés, dans le dessein de relancer les flux de crédit et la demande globale.

Par ailleurs, comme c'est le cas de toute mesure de politique, pour être efficaces, les politiques non traditionnelles doivent demeurer crédibles et compatibles avec des attentes d'inflation bien ancrées.

Les avantages de ces mesures de politique non traditionnelles dans les pays qui les ont déployées ne sont pas faciles à quantifier. L'information disponible donne à penser que si les banques centrales n'avaient pas mis en place de telles

rendement des actifs visés de façon marquée, mais l'effet exercé sera plus largement diffusé entre les catégories d'actifs. À propos du rôle de la substituabilité imparfaite des actifs, voir K. Brunner et A. Meltzer (1973), « Mr. Hicks and the 'Monetarists' », *Economica*, vol. 40, février, p. 44-59, et J. Tobin (1969), « A General Equilibrium Approach to Monetary Theory », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 1, n° 1, p. 15-29. Concernant le traitement de la substituabilité imparfaite des actifs dans les modèles macroéconomiques modernes, voir J. D. Andrés, J. López-Salido et E. Nelson (2004), « Tobin's Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 36, n° 4, p. 665-690, et J. Dorich, R. R. Mendes et Y. Zhang (2011), « Intégration de plusieurs taux d'intérêt au modèle TOTEM », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 3-12.

mesures, il est fort probable que la récession aurait été plus profonde, le chômage plus élevé et l'inflation encore plus faible.

Ainsi, les résultats des études que la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale américaine ont réalisées sur leurs programmes d'achats d'actifs respectifs concordent pour l'essentiel²¹. De toute évidence, les programmes ont eu certains effets positifs. Les rendements des obligations d'État ont baissé. Les écarts de taux relatifs aux obligations de société de qualité ou à rendement élevé ont aussi reculé de façon marquée, tout comme les rendements des titres hypothécaires aux États-Unis. Les résultats indiquent que les effets stimulants ont agi sur les cours des actions. Il ne semble pas y avoir de « multiplicateur » fixe entre les achats d'actifs et les prix d'autres actifs financiers. Il apparaît plutôt comme probable que l'influence sur les marchés financiers varie selon les conditions des marchés. Les achats d'actifs ont vraisemblablement de plus grandes répercussions lorsque les marchés ne fonctionnent pas bien et que les primes de liquidité sont élevées.

Il est encore plus difficile d'évaluer comment ces effets sur les marchés financiers, peu importe leur ampleur, se sont transmis à la macroéconomie. La faiblesse de la croissance depuis que les mesures d'assouplissement quantitatif ont été mises en place ne constitue pas en soi une raison de douter de l'efficacité de celles-ci. Il semblerait, selon certaines informations, que les achats massifs d'actifs auraient stimulé la demande d'actifs risqués, ce qui aurait permis à des entreprises ayant accès aux marchés de capitaux d'obtenir du financement à plus faible coût que cela n'aurait été possible autrement. Ces entreprises comprennent probablement des banques, qui ont profité à la fois de la hausse de la demande dont ont fait l'objet leurs titres d'emprunt et de l'amélioration de leur situation de trésorerie attribuable à l'accroissement des réserves qu'elles détiennent dans les banques centrales. Ce qui est moins clair, c'est la mesure dans laquelle ces effets se sont traduits par une expansion des crédits bancaires à l'appui de l'économie réelle.

Il est manifeste que les mesures non traditionnelles, même si elles ont été prises afin d'atteindre des objectifs de politique monétaire traditionnels, soulèvent des questions plus vastes à propos du rôle de la banque centrale. D'où l'importance de cadres bien structurés dont conviennent la banque centrale et l'autorité budgétaire dont elle relève avant la réalisation de telles opérations.

4. L'importance de la communication

La crise a réaffirmé l'importance fondamentale d'une communication efficace.

Lorsque la Banque du Canada a abaissé les taux d'intérêt à la borne du zéro et qu'elle a estimé qu'il fallait accentuer la détente monétaire, elle a eu recours à la communication d'indications prospectives. En mettant au point leurs indications prospectives, les banques centrales doivent réaliser un arbitrage entre la souplesse et l'effet produit. Ces indications ont en quelque sorte évolué dans

²¹ B. Bernanke (2012), *Monetary Policy Since the Onset of the Crisis*, discours prononcé à un symposium sur l'économie organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 31 août, et M. Joyce, M. Tong et R. Woods (2011), « The United Kingdom's Quantitative Easing Policy: Design, Operation and Impact », *Bank of England Quarterly Bulletin*, 3^e trimestre, p. 200-212.

l'histoire suivant trois « générations »; au fil du temps, elles sont devenues de plus en plus explicites et conditionnelles à l'évolution de la conjoncture.

Dans leur première génération, les indications prospectives exceptionnelles étaient qualitatives et ne fournissaient aucun indice explicite quant au moment ou aux conditions d'un possible resserrement monétaire. Tout comme dans le cas de plusieurs politiques menées à la borne du zéro, le Japon a été le premier à recourir à la communication d'indications de première génération. Dès 1999, le Japon a indiqué qu'il maintiendrait les taux à zéro jusqu'à ce que les « craintes de déflation » se « dissipent »²². Plus tard, la condition a été précisée : les taux seraient maintenus à zéro jusqu'à ce que l'indice des prix à la consommation enregistre une inflation non négative « stable »²³.

La Réserve fédérale américaine a appliqué une tactique similaire en 2003 lorsqu'elle a indiqué que le « caractère expansionniste de la politique » pourrait être maintenu pendant une « période considérable »²⁴. Les taux aux États-Unis n'étaient pas à la borne du zéro, mais la banque centrale a eu recours à la communication d'indications, en partie, parce qu'elle ne voulait pas réduire les taux davantage. Elle a de nouveau utilisé cette approche à la fin de 2008 et au début de 2009, mais cette fois-ci en employant les mots « certain temps » et « période prolongée »²⁵.

Toutes les variantes de cette première génération d'indications prospectives obligeaient les participants aux marchés à interpréter des mots comme « stable », « considérable » ou « prolongée ». La latitude d'interprétation signifiait que les banques centrales avaient dans les faits choisi de se garder une plus grande marge de manœuvre, même si l'effet des indications serait moins notable.

En avril 2009, la Banque du Canada a ouvert la voie aux indications prospectives de deuxième génération en prenant un engagement conditionnel assorti d'une date explicite. Son taux directeur s'établissant à 0,25 %, le plus bas niveau possible, elle a fourni une impulsion supplémentaire en s'engageant à maintenir le taux à sa valeur plancher jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, sous réserve des perspectives concernant l'inflation²⁶. La condition explicite au sujet de l'inflation procurait une information cruciale au secteur privé, soit que l'échéance pouvait être modifiée si de nouveaux renseignements le justifiaient.

L'engagement conditionnel a donné les résultats escomptés parce que 1) il était exceptionnel, explicite et arrimé à un régime de ciblage de l'inflation très crédible

²² H. Fujiki et S. Shiratsuka (2002), « Policy Duration Effect under the Zero Interest Rate Policy in 1999-2000: Evidence from Japan's Money Market Data », *Monetary and Economic Studies*, janvier.

²³ Banque du Japon, *New Procedures for Money Market Operations and Monetary Easing*, communiqué, 19 mars 2001.

²⁴ Réserve fédérale américaine, communiqué, 12 août 2003.

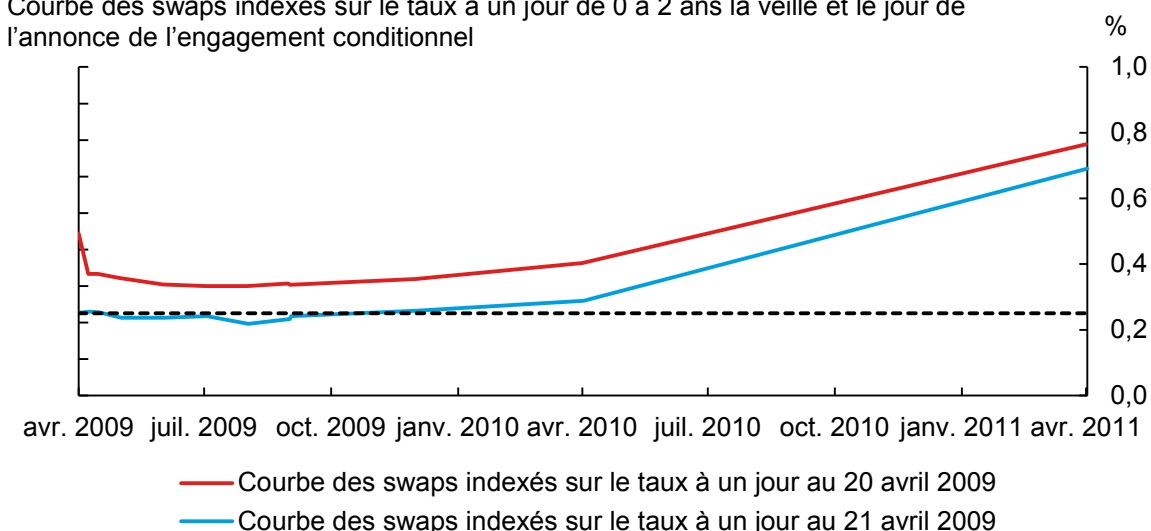
²⁵ Réserve fédérale américaine, communiqués, 16 décembre 2008 et 18 mars 2009.

²⁶ En principe, la Banque pourrait abaisser le taux directeur à zéro. Cependant, elle supprimerait par le fait même l'incitation des prêteurs et des emprunteurs à conclure des opérations sur les marchés, en particulier celui des pensions. Afin de préserver le bon fonctionnement des marchés dans un contexte de bas taux d'intérêt, la Banque du Canada a donc décidé, en avril 2009, d'établir une valeur minimale de 25 points de base pour le taux du financement à un jour et de fixer le taux de rémunération des dépôts au taux cible du financement à un jour.

(**Graphique 5**); 2) la Banque a joint le geste à la parole en prolongeant jusqu'à la fin de son engagement conditionnel la durée d'une bonne partie de ses programmes exceptionnels de soutien à la liquidité de près de 30 milliards de dollars qui étaient en place et 3) dans ses déclarations claires et simples, la Banque s'adressait directement aux Canadiens et non seulement aux observateurs de l'institution.

Graphique 5 : Incidence de l'engagement conditionnel de la Banque

Courbe des swaps indexés sur le taux à un jour de 0 à 2 ans la veille et le jour de l'annonce de l'engagement conditionnel



Nota : Le 21 avril 2009, la Banque du Canada a annoncé qu'elle s'engageait à maintenir son taux directeur à 0,25 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

Source : Bloomberg

Dernière observation : avril 2009

En décembre dernier, la Réserve fédérale a lancé la troisième génération d'indications prospectives lorsqu'elle a annoncé publiquement le seuil précis de chômage auquel était subordonné le relèvement du taux directeur. Dans le même temps, elle a établi un niveau critique pour l'inflation afin de veiller à ce que celle-ci soit compatible avec la stabilité des prix et d'atténuer le risque de sous-estimation du taux de chômage soutenable. En principe, une banque centrale pourrait concevoir des seuils conditionnels en se servant d'autres variables réelles ou nominales.

Les divers types d'indications prospectives exceptionnelles passent par certains canaux de stimulation communs. En particulier, ces indications permettent à la banque centrale de substituer la durée et la certitude accrue entourant les perspectives relatives au taux d'intérêt à l'établissement d'un taux d'intérêt négatif qui peut être justifié mais ne peut être réalisé.

Comme elles augmentent la durée attendue du maintien des taux à leur valeur plancher, les indications prospectives peuvent faire baisser les taux nominaux à long terme. La plus grande certitude au sujet de la trajectoire des taux renforce cet effet stimulant. À la borne du zéro, le risque de taux d'intérêt est asymétrique : les taux à court terme peuvent monter, mais ils ne peuvent pas descendre. À cause de cette asymétrie, la moyenne des taux courts, ou les perspectives les concernant, est supérieure à leur mode, ou à leur évolution la plus probable. Par conséquent, même si les agents croient que les taux courts vont très probablement demeurer à la valeur plancher pendant un certain temps,

la trajectoire attendue pour ces taux peut être plus élevée. Puisque l'arbitrage dans les marchés financiers lie les rendements des obligations à long terme à la trajectoire escomptée des taux courts, cet effet soutient les taux longs. La communication d'indications prospectives peut contribuer à réduire les taux longs parce qu'elle diminue l'incertitude quant à la trajectoire future des taux courts. Plus particulièrement, en précisant les conditions d'un relèvement possible des taux courts, ces indications peuvent réduire la probabilité perçue des hausses de ces taux. Cela peut faire baisser les taux longs même si la durée attendue du maintien du taux directeur à la valeur plancher n'est pas prolongée.

Les taux d'intérêt réels reculent davantage en raison de l'incidence positive des indications prospectives sur les attentes d'inflation. Comme c'est le cas pour toute politique monétaire, le taux de change joue également un rôle dans la transmission de l'effet de la politique à l'économie réelle.

Peu importe la forme précise qu'elles prennent, les indications prospectives conditionnelles à l'évolution de la conjoncture peuvent renseigner sur le pouvoir discrétionnaire de la banque centrale. Par exemple, celles communiquées par la Réserve fédérale mettent nettement en évidence les arbitrages qu'une banque centrale dotée d'un régime de ciblage de l'inflation réalise lorsqu'elle détermine la trajectoire optimale pour ramener l'inflation à la cible. Autrement dit, la combinaison du seuil et de la prévision contenue dans le scénario de référence (ou tendance centrale) permet effectivement de découvrir la fonction de réaction de la banque centrale. À la limite, cela peut être révélateur de la marge de manœuvre qui lui est conférée en vertu de son mandat. Ce qui est crucial, c'est qu'en précisant (et en balisant) les conséquences de sa stratégie concernant la dynamique d'inflation à court terme, la banque centrale peut aider à ancrer les attentes d'inflation et maintenir sa crédibilité.

5. La nécessité de « compléter le contrat »

Cela m'amène naturellement à la dernière leçon. Comme je l'ai dit plus tôt, selon le consensus sur la politique monétaire qui existait avant la crise, une banque centrale indépendante poursuivait son objectif de stabilité des prix en usant d'un « pouvoir discrétionnaire limité ». À l'intérieur de certaines limites, après un choc, la banque centrale déterminait la trajectoire optimale pour ramener l'inflation à la cible, de manière à réduire au minimum les variations excessives de l'activité économique et de l'emploi. On définissait rarement de façon explicite jusqu'où ces limites allaient : à cet égard, le contrat entre la banque centrale et le gouvernement était incomplet²⁷.

Dans l'environnement macroéconomique calme qui caractérisait la « Grande Modération », cette ambiguïté n'avait pas d'importance. Les banques centrales s'employaient généralement à ramener l'inflation à la cible à l'horizon à moyen terme habituel de la politique monétaire, qui est de six à huit trimestres. Elles y parvenaient dans une large mesure. Cela a créé un cercle vertueux de crédibilité et d'attentes d'inflation bien arrimées.

²⁷ C. Bean, M. Paustian, A. Penalver et T. Taylor (2010), *Monetary Policy after the Fall*, discours prononcé au colloque annuel de la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 28 août.

Compte tenu de l'envergure et de la persistance des chocs auxquels nous sommes maintenant confrontés, une telle ambiguïté peut être néfaste.

La souplesse dont les banques centrales peuvent avoir besoin, tant pour remédier aux conséquences de la crise que pour réduire le risque qu'elle se répète, soulève une question fondamentale quant aux limites appropriées qui devraient encadrer les pouvoirs conférés aux banques centrales.

Il ne s'agit pas ici d'un appel général à un assouplissement de la politique. Dans certaines circonstances où les vulnérabilités financières menacent de s'accroître encore, il faudra peut-être opérer un resserrement, toutes choses étant égales par ailleurs. Dans tous les cas, le degré de flexibilité doit être limité par la crédibilité de la banque centrale et les attentes d'inflation.

Pour concrétiser ce rôle plus flexible joué par la politique monétaire, il faut des cadres clairs. Un cadre clair, en délimitant les pouvoirs délégués à la banque centrale, améliore la capacité de cette dernière à rendre compte de ses actes. Il aide également les décideurs du secteur privé à comprendre les objectifs et les méthodes d'une banque centrale.

De cette manière, un cadre clair peut accroître notablement l'efficacité de la politique monétaire, en permettant aux gens de devancer les effets de la politique anticipée. Une analogie s'impose avec la dynamique qui sous-tend l'ancrage ferme des attentes d'inflation au Canada.

Il est fort probable que la conviction très répandue selon laquelle on aura recours à la politique monétaire pour contrer l'accumulation de certains types de déséquilibres financiers renforcera l'influence stabilisatrice de l'approche préventive²⁸. Par exemple, les agents privés peuvent choisir de moins s'endetter s'ils comprennent qu'un endettement généralisé va vraisemblablement inciter la banque centrale à hausser les taux d'intérêt. En outre, des recherches effectuées à la Banque du Canada donnent à penser que l'ampleur de la modification du taux d'intérêt qui est nécessaire sera probablement plus faible si le rôle de prévention dans le cadre de conduite de la politique monétaire est crédible et bien compris. Si les mesures de prévention sont comprises, les attentes vont faire une partie du travail à notre place²⁹.

Les effets de ce type concernant les attentes ne sont pas étrangers aux banques centrales. En particulier, l'adoption du ciblage de l'inflation a amené les attentes d'inflation à s'ancrer fermement. De facteur déstabilisateur concourant à la spirale des salaires et des prix dans les années 1970, les attentes sont devenues un point d'ancrage stabilisateur durant la Grande Modération des années 1990. En conséquence, les taux directeurs ont été beaucoup moins volatils à l'ère du ciblage de l'inflation que quiconque aurait pu l'anticiper. De même, faire abstraction des effets favorables des attentes à l'intérieur d'un cadre crédible risque d'occasionner une surestimation des ajustements requis du taux directeur pour contrer les déséquilibres.

²⁸ F. Mishkin (2011), *Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis*, document de travail n° 16755, National Bureau of Economic Research, février.

²⁹ I. Christensen et C. Meh (2013), *Countercyclical Loan-to-Value Ratios and Monetary Policy*, document de travail, Banque du Canada (à paraître).

La Banque du Canada a trouvé que cette approche fonctionnait bien en pratique. En avril 2012, elle a évoqué la possibilité d'un resserrement des conditions monétaires et a indiqué que l'évolution des risques liés aux déséquilibres dans le secteur canadien des ménages pourrait influencer sur le moment et le degré de toute réduction de la détente monétaire en place. Ce message, conjugué aux effets cumulatifs des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire et du durcissement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires ainsi qu'à une meilleure appréciation, de la part des consommateurs, des risques associés à un niveau d'endettement élevé, a donné lieu à une évolution plus constructive des déséquilibres dans le secteur des ménages au cours des derniers trimestres. En 2011, le taux de croissance du crédit aux ménages a été supérieur à 6 % et environ la moitié seulement des nouveaux prêts hypothécaires à l'habitation ont été souscrits à un taux fixe. Depuis, la progression du crédit aux ménages a reculé pour se rapprocher de 3 %, et quelque 90 % des nouveaux prêts hypothécaires sont maintenant assortis d'un taux fixe.

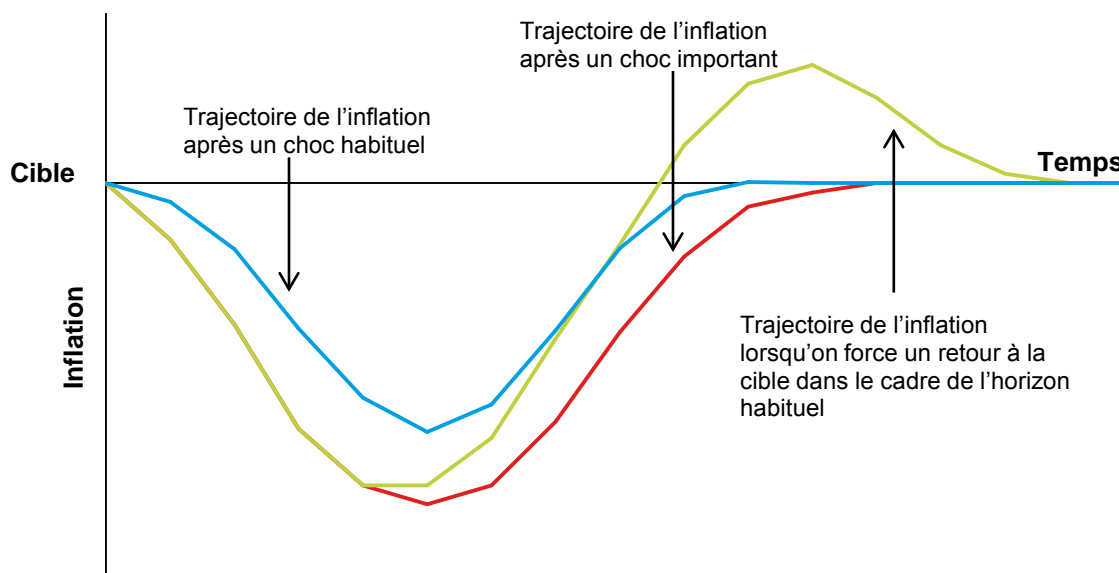
Quand faire preuve de souplesse

D'une façon générale, il existe trois types de circonstances dans lesquelles il peut être souhaitable de faire remonter ou redescendre l'inflation à la cible sur une période un peu plus longue qu'à l'accoutumée.

Premièrement, les répercussions d'un choc pourraient se manifester avec une ampleur et une persistance telles qu'il serait justifié de viser un horizon plus éloigné pour fournir une plus grande stabilité à l'économie et aux marchés financiers (**Graphique 6**). Bien que la politique optimale, selon les modèles des nouveaux keynésiens, inciterait à contrebalancer immédiatement et pleinement les effets inflationnistes des chocs qui ne créent pas de tension entre les objectifs de stabilisation, dans les faits, la réalité est plus complexe. Ainsi, après un très gros choc, les délais qui caractérisent le mécanisme de transmission pourraient à eux seuls compliquer le retour de l'inflation à la cible à l'horizon habituel sans que l'inflation s'établisse au-dessus ou au-dessous de la cible par la suite.

Deuxièmement, grâce à un horizon plus éloigné, la politique monétaire peut favoriser les ajustements aux excès financiers ou aux étranglements du crédit (**Graphique 7**). Un resserrement de la politique monétaire qui permettrait à l'inflation de rester sous la cible plus longtemps que d'ordinaire pourrait aider à contrer de façon préventive un recours excessif au levier financier et une accentuation généralisée des déséquilibres financiers. À l'inverse, il pourrait y avoir des situations où, même si l'inflation est supérieure à la cible, le maintien de la détente monétaire en place et une période légèrement plus longue pour ramener l'inflation à la cible seraient indiqués pour faciliter l'ajustement aux efforts généralisés de réduction du levier financier que l'on observe. De la même manière, un horizon plus éloigné pourrait être souhaitable si la faiblesse prolongée de l'économie était susceptible d'éroder la capacité de production de celle-ci. Les risques actuels d'hystérèse sur les marchés du travail dans un certain nombre de pays qui se heurtent à la borne du zéro en sont un bon exemple.

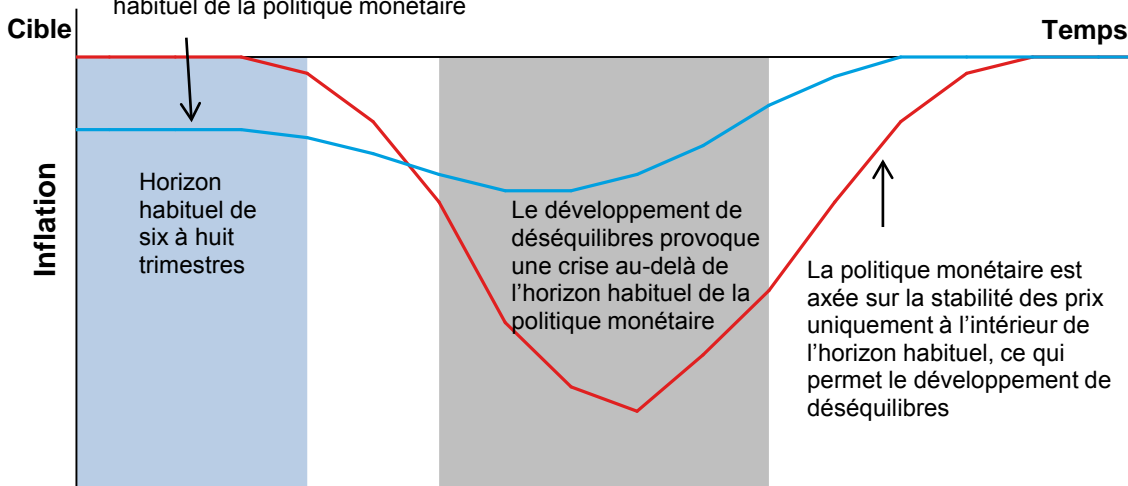
Graphique 6 : Les chocs de plus grande ampleur nécessitent un horizon plus long pour un retour à la cible



Graphique 7 : Prolongement de l'horizon de la politique monétaire pour favoriser des ajustements en cas d'excès financier ou d'étranglement du crédit

Ciblage de l'inflation et politique monétaire

Lorsque la politique monétaire sert à contrer le développement de déséquilibres financiers, le taux d'inflation est en dessous de la cible durant l'horizon habituel de la politique monétaire



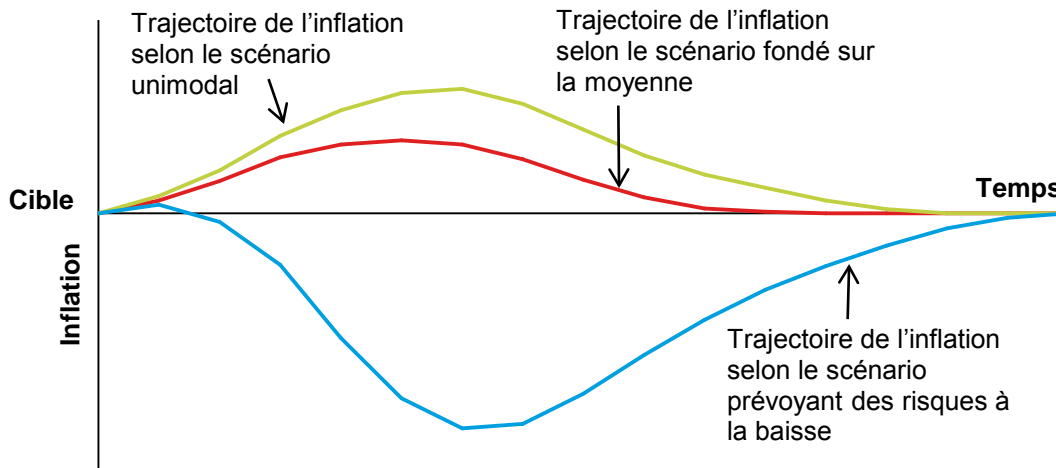
Troisièmement, comme la Banque du Canada l'a indiqué, l'horizon optimal de la cible d'inflation dépend de l'évolution des risques planant sur les perspectives (**Graphique 8**)³⁰. Les chocs subis par l'économie, actuels et à venir,

³⁰ Banque du Canada (2011), *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information - novembre 2011*.

s'accompagnent inévitablement d'incertitude, tout comme la façon précise dont ils se transmettent à l'économie. Cela est symétrique : les risques entourant les perspectives de l'inflation pourraient être orientés à la baisse ou à la hausse.

Graphique 8 : Prolongement de l'horizon de la politique monétaire en présence de risques orientés

Évolution de l'inflation selon différents scénarios indicatifs



Depuis quelques années, par exemple, l'incapacité de contenir la crise en Europe représente nettement un risque à la baisse et, en l'absence de tout autre risque, pourrait pousser à la baisse les perspectives en matière d'inflation. En termes statistiques, la moyenne ou les perspectives attendues concernant l'inflation pourraient être plus faibles que les perspectives les plus probables ou unimodales. Il convient alors de trouver un juste équilibre entre la formulation de la politique monétaire en fonction des perspectives les plus probables et la nécessité de réduire au minimum les conséquences néfastes dans l'éventualité où les risques à la baisse se matérialiseraient. Pour équilibrer les risques, il pourrait être justifié d'imprimer un degré de détente monétaire plus important que ce qui serait souhaitable en l'absence des risques à la baisse. Cependant, si les risques à la baisse se dissipent au lieu de se concrétiser, les pressions inflationnistes accrues qui en résulteraient pourraient pousser l'inflation légèrement au-dessus de la cible et dicteraient donc un retour de l'inflation à la cible sur une période plus longue. L'inverse se vérifie lorsque les risques pesant sur les perspectives de l'inflation sont orientés à la hausse.

Avec le recul, il semble probable que la politique monétaire aurait dû idéalement contrer les déséquilibres financiers qui se faisaient de plus en plus sentir au pays durant la période qui a précédé la crise, ce qui aurait pu atténuer la chute éventuelle. À tout le moins, la prise en compte de manière explicite du rôle que la politique monétaire elle-même jouait dans l'accumulation de déséquilibres aurait été un motif pour contrer ces derniers. Ce point de vue concorde entièrement avec l'opinion selon laquelle la crise financière n'était pas simplement un choc exogène auquel les autorités monétaires auraient dû réagir après coup.

Même si le fait de contrer ces déséquilibres aurait clairement entraîné des coûts économiques, ceux-ci doivent être considérés par rapport aux coûts énormes associés à la crise. De fait, malgré l'intervention rapide et énergique de la

Réserve fédérale et d'autres banques centrales pour réparer les dégâts, l'économie américaine a subi un ralentissement économique important et persistant. Étant donné la baisse des investissements en capital et la hausse du chômage structurel, même une fois que l'économie aura recouvré ses pertes cycliques, la Banque estime que le PIB américain demeurera inférieur de plus de un billion de dollars en 2015 à ce qu'elle avait prévu avant la crise. Déjà, à cause de l'atonie aux États-Unis, les exportations canadiennes sont de 30 milliards de dollars moins élevées qu'elles ne le seraient normalement à ce stade-ci du cycle.

Par rapport au consensus dégagé précédemment, le débat quant à savoir s'il vaut mieux prévenir que guérir semble maintenant, à tout le moins, mieux équilibré, même si la balance ne penche pas en faveur de mesures préventives (selon bien sûr l'orientation et l'efficacité de la politique macroprudentielle).

Néanmoins, il n'existe pas de règle simple et universelle régissant la façon de réagir. De fait, la crise nous a appris que les déséquilibres financiers ne sont pas tous pareils. Les déséquilibres alimentés par un boom du crédit, lequel peut se manifester sous la forme de variations des prix des actifs, présentent les risques les plus grands pour l'économie, du fait du puissant processus de réduction du levier financier qu'ils déclenchent en se résorbant. Dans le cas où l'accentuation des déséquilibres financiers n'est pas liée à une création excessive du crédit, les répercussions économiques de la baisse des prix des actifs ne sont pas aussi considérables et, par conséquent, le besoin de recourir à des mesures de prévention dans le but de résorber de tels déséquilibres n'est pas aussi criant.

Par contre, l'argument en faveur de la prévention est plus convaincant lorsque les déséquilibres sont généralisés, plutôt que concentrés dans un secteur particulier, étant donné que les effets de la politique monétaire elle-même sont généralisés. Parallèlement, la politique monétaire peut avoir un plus grand rôle à jouer lorsque les déséquilibres eux-mêmes sont alimentés par un contexte de bas taux d'intérêt.

V. Vers un régime flexible de ciblage de l'inflation plus efficace

Permettez-moi de passer en revue ce que, selon moi, nous avons appris.

Les conclusions tirées il y a un quart de siècle par le gouverneur Crow restent valables. La stabilité des prix devrait demeurer le principal objectif de la politique monétaire. Étant donné l'absence évidente d'arbitrage à long terme entre l'emploi et l'inflation, le maintien de la stabilité des prix est compatible avec la promotion du plein emploi et représente la meilleure contribution que la politique monétaire puisse faire au bien-être économique.

Les principaux éléments des régimes de ciblage de l'inflation d'avant la crise demeurent aussi essentiels. En particulier, un objectif d'inflation clair poursuivi par une banque centrale indépendante facilite la réalisation tant d'un bas taux d'inflation que du plein emploi, alors que des communications transparentes garantissent l'efficacité de la politique et l'obligation de rendre compte de la banque centrale.

Nous comprenons maintenant mieux le fait que la stabilité des prix n'est pas un gage de stabilité financière. En outre, nous commençons à admettre que la

stabilité des prix elle-même peut en fait créer de l'instabilité financière à moyen terme. Ce canal de la prise de risque de la politique monétaire restreint la capacité des autorités monétaires de stabiliser l'inflation et la production sans engendrer des déséquilibres financiers.

Les banques centrales ont surestimé leur capacité de stabiliser l'inflation et la production. La prise en compte du potentiel perturbateur de l'instabilité financière, en l'absence de politiques macroprudentielles efficaces, mène à une frontière de Taylor moins favorable, ou ce que Mervyn King a appelé la frontière Minsky-Taylor^{31 et 32}.

Prenons l'exemple du Graphique 9. Pendant un certain temps, une banque centrale peut sembler capable d'atteindre les niveaux de volatilité de l'inflation et de la production sur la frontière de Taylor. Toutefois, la stabilité apparente de l'inflation et de la production peut cacher l'accumulation de déséquilibres financiers à long terme. Si ces déséquilibres engendrent une crise, il deviendra évident que la frontière de Taylor a toujours été inatteignable. Tenter de mettre en œuvre une politique qui mène au point A sur la frontière de Taylor laissera en définitive la banque centrale à un point similaire au point B sur la frontière de Minsky-Taylor. Mais le point B est arbitraire, il ne représente pas le résultat d'une décision délibérée de politique et peut donc ne pas correspondre à un équilibre optimal entre la volatilité de l'inflation et celle de la production. Une fois que la banque centrale reconnaît qu'elle évolue sur la frontière Minsky-Taylor, elle peut prendre une décision plus éclairée et peut-être choisir un point comme C.

L'ampleur des chocs auxquels sont confrontées actuellement les grandes économies avancées met à rude épreuve la flexibilité traditionnelle des régimes de ciblage de l'inflation. Parallèlement, si les politiques macroprudentielles se révélaient insuffisantes, la prévention pourrait justifier le retour de l'inflation à la cible à un horizon plus long que la normale.

Ces exigences viennent compliquer la conduite de la politique monétaire, mais ces complications ne dispensent pas la banque centrale de ses responsabilités. Face à ces défis, il est essentiel de disposer d'un cadre clair. Mieux ce cadre sera compris du public, plus grandes seront les chances de réussite.

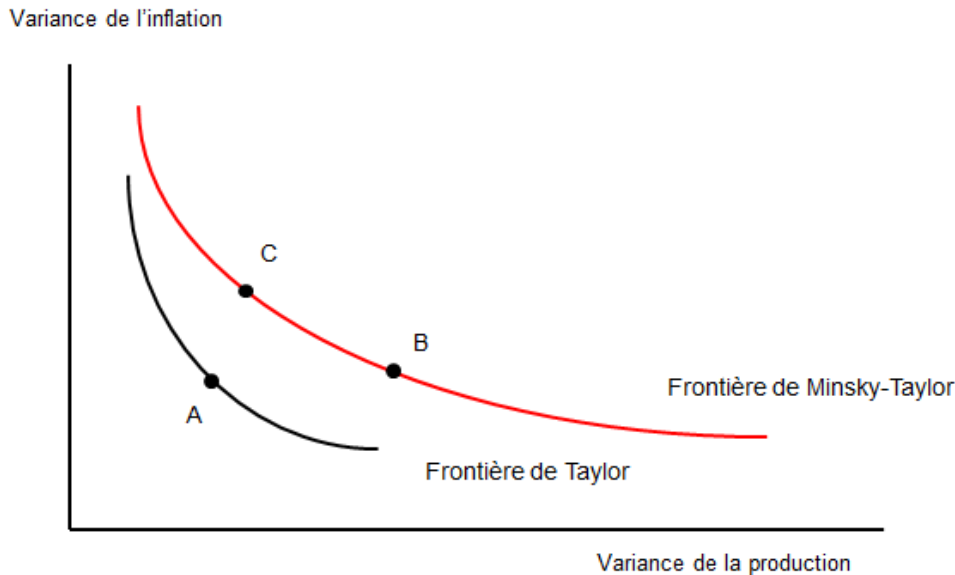
Il est d'une importance cruciale que les agents comprennent la fonction de réaction d'une banque centrale. Plus elle sera claire, plus la politique monétaire sera efficace. La prévention des déséquilibres peut favoriser plus efficacement la

³¹ M. King (2012), *Twenty Years of Inflation Targeting*, conférence commémorative Stamp donnée à la London School of Economics, 9 octobre.

³² D'autres points méritent d'être pris en considération. Dans la mesure où les imperfections des marchés financiers sont en soi inefficaces et par conséquent réduisent le bien-être, quelle que soit leur incidence sur la production et l'inflation, elles revêtent aussi de l'importance pour les objectifs de la politique monétaire, ainsi que ceux des politiques publiques en général. En d'autres termes, il faudrait réfléchir à la question de savoir si la stabilité financière devrait être un troisième argument de la fonction de réaction de la banque centrale. Dans la mesure où cette modification crée des arbitrages additionnels à court terme liés à la stabilisation, la tâche de la conduite et de la communication de la politique monétaire s'en trouverait compliquée. Ce serait notamment le cas si les pertes de bien-être associées à l'instabilité financière sont elles-mêmes asymétriques. Même si j'ai quelques doutes quant à la nécessité d'un tel changement, ce domaine nécessite des recherches plus poussées et une réflexion approfondie.

stabilité financière si les agents anticipent les actions de la banque centrale. Les indications peuvent cristalliser les limites de la flexibilité des régimes de ciblage de l'inflation.

Graphique 9 : Frontière de Minsky-Taylor : les banquiers centraux ont surestimés leur capacité de stabiliser l'inflation et la production



Comme en toute chose, il y a des limites. Il est possible d'allonger le délai d'atteinte de la cible d'inflation, mais la crédibilité qui est essentielle au succès d'une telle tactique pourrait être compromise si la flexibilité est poussée à l'extrême, si l'on y a trop souvent recours ou si elle est exercée à la dérobée.

Des cadres de politique clairs, conjugués à des communications transparentes, jouent un rôle crucial pour ce qui est de bâtir et de préserver la crédibilité. C'est pourquoi il incombe aux banques centrales d'énoncer clairement la trajectoire que devrait suivre l'inflation pour retourner à la cible et d'expliquer tout écart par rapport à l'horizon habituel. Cela aiderait non seulement à faire la lumière sur la façon de réagir de la banque centrale, mais aussi à définir la marge de manœuvre dont elle dispose. Les changements aux horizons convenus précédemment doivent être sanctionnés par l'autorité exécutive ou législative ayant compétence, qui fixe en définitive les limites du pouvoir discrétionnaire de la banque centrale.

Les stratégies liées à la politique monétaire, particulièrement les communications, peuvent jouer un rôle important pour ce qui est d'ancrer les attentes d'inflation et de préserver la crédibilité nécessaire à l'efficacité de la politique monétaire. La communication d'indications et les seuils conditionnels sont des exemples de mécanismes servant à définir les limites de la flexibilité. À l'extrême, ils peuvent avoir pour effet de dévoiler et de renforcer la fonction de réaction de la banque centrale et contribuer ainsi à préserver la crédibilité et à ancrer les attentes d'inflation.

Enfin, cette réflexion sur le cadre de conduite de la politique monétaire ne doit pas se faire en vase clos. On ne peut s'attendre à ce que la banque centrale doive tout accomplir elle-même. Les autorités possèdent différents avantages

absolus et comparatifs pour régler les problèmes et atteindre les résultats souhaités. Cela entraîne une attribution naturelle des principales responsabilités.

Les banques centrales ont certes un rôle important à jouer dans l'évaluation des vulnérabilités potentielles. Les autorités micro- et macroprudentielles sont sans conteste les premiers intervenants face à de tels risques. Il existe plusieurs lignes de défense contre les vulnérabilités financières naissantes auxquelles on peut avoir recours avant de faire appel à la politique monétaire. Il est impératif que les autorités continuent à élaborer de tels outils et à améliorer l'efficacité de leur mise en œuvre. Inutile de préciser qu'étant donné les interrelations, la coordination et la coopération entre les autorités sont essentielles.

Nous devons reconnaître le fait que les progrès accomplis en ce qui a trait aux instruments micro- et macroprudentiels et la supervision contribueront à alléger le fardeau qui pèse sur la politique monétaire. En outre, la réforme du secteur financier devrait limiter l'occurrence de chocs systémiques. Si les ambitions du G20 dans ce domaine se réalisent, la politique monétaire sera probablement mieux à même d'être axée sur sa mission première.

VI. Conclusion : éléments d'un programme de recherche futur

Les cinq années écoulées depuis la conférence Hanson donnée par le gouverneur Dodge ont été fascinantes et parfois extrêmement pénibles. Les répercussions de la crise ont élargi le rôle joué par la politique monétaire et accru la flexibilité des régimes de ciblage de l'inflation.

Si la crise nous a permis de tirer de nombreux enseignements, nous avons encore beaucoup à apprendre. Permettez-moi de conclure en vous exposant certains des axes de recherche déjà à l'étude à la Banque du Canada et ailleurs.

Premièrement, la crise financière a conféré une importance accrue à des recherches antérieures visant à intégrer dans des modèles de politique les interactions entre les imperfections des marchés financiers et l'économie réelle. Afin de refléter pleinement la dynamique des marchés financiers, la simplicité et l'élégance trompeuses de marchés complets fonctionnant au sein d'environnements linéaires où les attentes sont rationnelles doivent faire place à la réalité chaotique des croyances hétérogènes, de la prise de risque, des effets de rétroaction des leviers d'endettement excessifs, de l'incertitude endogène et d'un rôle non négligeable joué par les intermédiaires financiers. Tout cela est difficile à prononcer, et a fortiori à faire, mais des progrès sont réalisés et les gains que nous finirons par en tirer seront substantiels³³.

Un des principaux avantages de cet axe de recherche sera une compréhension plus complète des canaux par lesquels la politique monétaire elle-même peut contribuer à la stabilité financière. Il s'agit en premier lieu de mieux comprendre le canal de la prise de risque de la politique monétaire³⁴. Si on a progressé sur le plan de la modélisation d'éléments du canal de prise de risque considéré

³³ La livraison de l'été 2011 de la *Revue de la Banque du Canada*, intitulée « Dossier spécial : Les liens entre l'économie réelle et la sphère financière », résume les récents progrès réalisés en vue de mieux comprendre les liens entre les marchés financiers et l'économie.

³⁴ V. Bruno et H. Shin (2013), *Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy*.

isolément, celui-ci n'a pas encore été incorporé de façon maniable dans des modèles de politique macroéconomiques³⁵.

Des chercheurs de la Banque du Canada étudient les implications en matière de politique des interactions entre les bilans des banques, des ménages et des entreprises. Fait important, ce cadre établit un lien entre l'appétit des investisseurs pour le risque et les conditions globales de financement dans les marchés de gros. Plus précisément, lorsque les liquidités de financement sont abondantes, l'appétit des investisseurs pour le risque augmente, ce qui les incite à rééquilibrer leur portefeuille au profit d'actifs plus risqués³⁶.

L'avantage de tout cela est de mieux anticiper la dynamique à moyen terme et d'améliorer la mise en œuvre des politiques macroprudentielles et la coordination de celles-ci avec la politique monétaire.

Deuxièmement, la borne du zéro s'est révélée une contrainte plus importante et plus persistante pour la politique monétaire traditionnelle et non traditionnelle que ne le laissent généralement prévoir les modèles dont les estimations étaient fondées sur des données d'avant la crise³⁷. Cela fait ressortir l'importance des non-linéarités et des risques extrêmes inhérents à l'économie réelle, qui font largement défaut dans les principaux modèles. Des travaux à paraître à la Banque du Canada montrent que les effets de l'incertitude peuvent à eux seuls avoir une influence marquée sur le comportement du secteur privé au voisinage de la borne du zéro. Plus particulièrement, une asymétrie importante se crée lorsque les agents savent que la trajectoire future du taux directeur comporte une limite inférieure, mais aucune limite supérieure correspondante. À mesure que le taux directeur s'approche de zéro, cette asymétrie devient plus prononcée, ce qui se traduit par une baisse des dépenses dans le secteur privé, laquelle, à son tour, accroît davantage la probabilité de heurter la borne du zéro³⁸.

³⁵ La lenteur des progrès dans ce domaine est symptomatique du problème plus général du rôle peu important joué par les institutions financières dans les principaux modèles macroéconomiques. Dans des travaux récents, Markus Brunnermeier et Yuliy Sannikov se penchent sur la non-linéarité complète de la dynamique d'une économie caractérisée par un élément clé qui aurait semble-t-il contribué à la crise financière : un contexte marqué par un faible risque exogène peut inciter les investisseurs à accroître leur levier financier et ainsi rendre l'économie plus sujette à des pics de volatilité, ce qui entraîne ce que les auteurs appellent le paradoxe de la volatilité. Voir M. Brunnermeier et Y. Sannikov (2013), « A Macroeconomic Model with a Financial Sector », *The American Economic Review* (sous presse). Michael Woodford a aussi intégré les risques de financement et la possibilité de ventes d'actifs en catastrophe dans un modèle qui, pour le reste, possède les caractéristiques d'un modèle macroéconomique standard, et montre que de bas taux d'intérêt peuvent donner lieu à un recours excessif au levier financier et à des crises plus graves lorsqu'elles éclatent. Voir M. Woodford (2011), *Monetary Policy and Financial Stability*, exposé présenté au NBER Summer Institute, Cambridge, (Massachusetts), 15 juillet.

³⁶ S. Alpanda, G. Cateau et C. Meh (2013), *A Policy Model With Real-Financial Linkages and Macroprudential Policy*, document de travail, Banque du Canada (à paraître).

³⁷ Même si les recherches menées avant la crise prévoient que les taux d'intérêt heurteraient assez souvent la borne du zéro, on s'attendait à ce que ces épisodes soient courts et leur incidence faible. Voir J. Williams (2009), « Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 40, n° 2, automne, p. 1-49, et les références présentées dans le document.

³⁸ R. Mendes (2013), *Uncertainty and the Zero Lower Bound: A Theoretical Analysis*, document de travail, Banque du Canada (à paraître).

Dans le même ordre d'idées, afin de mieux comprendre l'efficacité avec laquelle les politiques non traditionnelles peuvent contourner les contraintes imposées par la borne du zéro, il faudrait dans des recherches futures continuer à se servir des données générées actuellement par les banques centrales qui ont recours à des mesures d'assouplissement quantitatif et à la communication d'indications exceptionnelles. Par exemple, si un consensus s'est créé autour du fait que les mesures d'assouplissement quantitatif ont fait baisser les rendements à long terme sur les instruments achetés aux États-Unis et au Royaume-Uni, l'incidence de ces mesures sur la demande et l'inflation devra être évaluée plus en profondeur³⁹.

Troisièmement, des travaux quantitatifs supplémentaires seront également nécessaires pour renseigner les décideurs sur le pouvoir, et les limites, des indications prospectives. Les engagements conditionnels à maintenir le taux directeur à la borne du zéro peuvent accentuer la détente monétaire en abaissant la trajectoire attendue des taux d'intérêt à court terme ainsi qu'en offrant une plus grande certitude quant à cette trajectoire. Les études menées jusqu'à présent donnent des résultats qui confirment l'hypothèse selon laquelle l'engagement conditionnel de la Banque du Canada en 2009, et de la Réserve fédérale plus récemment, a effectivement contribué à faire baisser les rendements à long terme. Il faut toutefois approfondir la recherche afin d'évaluer la mesure dans laquelle ces baisses de rendement ont influé sur les dépenses du secteur privé et les attentes d'inflation par rapport aux achats directs d'actifs et aux mesures de politique traditionnelles⁴⁰.

Des recherches récentes réalisées à la Banque du Canada indiquent que le pouvoir du canal des anticipations de la politique monétaire est très sensible à la manière précise dont celles-ci se forment, et il faudra poursuivre les recherches afin d'établir une distinction entre les diverses possibilités^{41 et 42}.

Quatrièmement, une meilleure compréhension de la formation des anticipations peut aussi contribuer à définir les limites du régime flexible de ciblage de l'inflation et à améliorer les stratégies de communication des banques centrales et, grâce à elles, l'efficacité de la politique monétaire. C'est pour cette raison que la Banque du Canada continuera à investir dans ce domaine, en recourant à

³⁹ L'incidence sur la macroéconomie a généralement été estimée à l'aide de modèles macroéconomiques fondés sur des périodes calmes. Il faut poursuivre les recherches afin de déterminer si la transmission de bas taux d'intérêt à la dépense du secteur privé était plus faible au moment où ces mesures ont été prises.

⁴⁰ Voir, par exemple, Z. He (2010), *Evaluating the Effect of the Bank of Canada's Conditional Commitment Policy*, document d'analyse n° 2010-11, Banque du Canada, août, ainsi que E. Swanson et J. Williams (2013), *Measuring the Effect of the Zero Lower Bound On Medium- and Longer-Term Interest Rates*, document de travail n° 2012-02, Banque fédérale de réserve de San Francisco, janvier.

⁴¹ Les questions liées aux attentes du secteur privé et à la crédibilité de la banque centrale ont fait l'objet d'études approfondies par la Banque du Canada dans le contexte du ciblage du niveau des prix (une forme particulière de politique dépendant du passé). Pour un résumé des grandes conclusions de ce travail, voir Banque du Canada (2011), *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : document d'information - novembre 2011*.

⁴² G. B. Eggertsson et M. Woodford (2003), « The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 34, p. 139-211.

l'analyse économétrique traditionnelle, en utilisant des données d'enquête et en tirant parti de l'économie expérimentale.

Enfin, la Banque continuera à se pencher sur des améliorations pouvant être apportées au cadre de conduite de la politique monétaire, dont les mérites de nouveaux cadres pouvant permettre d'éviter la borne du zéro et de s'en éloigner, ainsi que de mieux saisir l'interaction entre la politique monétaire et d'autres politiques macroéconomiques. En ce moment même, la difficulté de s'éloigner de la borne du zéro et l'incertitude entourant les coûts-avantages des politiques non traditionnelles font ressortir les mérites d'un cadre de conduite de la politique monétaire qui réduit au minimum les perspectives d'atteindre la borne du zéro.

L'une des principales forces du système canadien est l'examen périodique du cadre de conduite de la politique monétaire qui donne lieu au renouvellement, tous les cinq ans, de l'entente sur la maîtrise de l'inflation conclue entre la Banque du Canada et le gouvernement du Canada. De plus amples recherches sur certaines des questions que j'ai soulevées dans cet exposé contribueront à éclairer les décisions entourant les ententes à venir et la conduite de la politique monétaire.

Comme promis, je vous laisse avec plus de questions que de réponses. Dans le futur, un gouverneur de la Banque du Canada prononcera peut-être la conférence Hanson qui permettra de dégager une synthèse de tous ces éléments. Perhaps she is listening right now.