



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par John Murray
sous-gouverneur de la Banque du Canada
Association canadienne de science économique
des affaires
Kingston (Ontario)
27 août 2013

Désengagement, effets de débordement et indépendance de la politique monétaire

Introduction

Des mesures exceptionnelles de politique monétaire ont été adoptées lorsque la crise financière battait son plein et elles sont toujours en place cinq ans plus tard, étant nécessaires à la restauration de la croissance et de la stabilité économiques. Même si l'on ne s'attend pas à ce que l'une ou l'autre des grandes économies avancées appliquant ces mesures actuellement commencent à inverser la détente monétaire dans un avenir rapproché, des données légèrement encourageantes portant sur l'économie américaine, ainsi que les déclarations récentes de divers porte-parole de la Réserve fédérale, ont sans contredit retenu l'attention des marchés.

L'effet démesuré de ces déclarations sur les prix des actifs à l'échelle du globe est notable pour plusieurs raisons. Premièrement, dans leurs déclarations, les représentants de la Réserve fédérale laissaient seulement entendre que, dans la mesure où les données économiques demeurent essentiellement conformes aux attentes, la banque centrale pourrait commencer à réduire le *rythme* d'accroissement de la détente monétaire. Voilà qui diffère sensiblement du fait de réduire le *degré* de détente monétaire, réduction dont le début aux États-Unis est toujours prévu par la plupart des observateurs pour le deuxième semestre de 2015.

Deuxièmement, si l'on se fie aux commentaires formulés juste avant les déclarations de la Réserve fédérale, le marché était déjà arrivé à la même conclusion : plus précisément, si l'économie évolue comme prévu, la Réserve fédérale commencerait à ralentir ses mesures de relance à l'automne 2013 ou au début de l'hiver suivant. Autrement dit, les déclarations de la banque centrale américaine ne venaient que confirmer, de façon conditionnelle (c'est-à-dire en n'offrant aucune garantie) ce que le marché anticipait déjà.

Malgré tout, il semble que les déclarations aient provoqué une réaction exagérée sur les marchés financiers. Les rendements obligataires ont fortement augmenté

et les prix de certains actifs financiers qui avaient été dynamisés par les attentes de la poursuite des achats d'actifs par la Réserve fédérale ont dégringolé, non seulement aux États-Unis, mais dans presque tous les autres pays.

L'ampleur de la réaction a suscité chez bien des gens un sentiment de surprise et d'inquiétude. De la surprise, du fait que ces mesures de politique envisagées avaient été largement anticipées et clairement annoncées par la Réserve fédérale et que la réaction des marchés était généralisée. Et de l'inquiétude, car, tout à coup, le retrait des mesures de politique monétaire non traditionnelles ne paraissait pas aussi simple et indolore que beaucoup l'avaient cru ou du moins espéré. Les craintes exprimées par les détracteurs de ces mesures semblaient s'être confirmées.

Mon objectif ici aujourd'hui est double : d'abord, analyser ces évolutions dans un contexte plus large et atténuer quelque peu l'angoisse qu'elles ont provoquée, puis les examiner plus spécifiquement du point de vue du Canada. Quelles sont les implications probables pour notre économie? Quels sont les risques possibles? Quels sont les éléments qui, particulièrement selon une perspective canadienne, apportent un peu de réconfort?

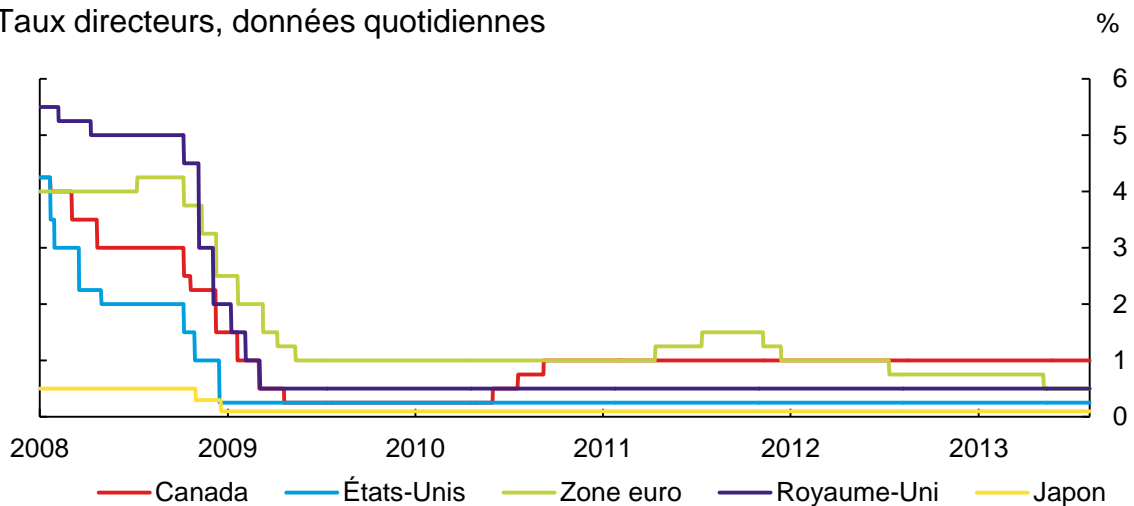
En terrain inconnu

Les décideurs à travers le monde ont réagi rapidement et énergiquement à l'automne 2008, lorsque ce qu'on avait d'abord caractérisé de période d'« extrême turbulence sur les marchés » s'est mué en véritable crise. On a vite reconnu la gravité de la situation et le risque qu'elle ne dégénère en une autre Grande Dépression, véritablement mondiale celle-là. Des mesures budgétaires coordonnées et substantielles, conjuguées à un assouplissement monétaire concerté, ont été mises en œuvre. Toutefois, la marge de manœuvre a vite été épuisée sur le front budgétaire dans la plupart des économies avancées, et celles-ci ont dû porter leur attention sur l'assainissement budgétaire plutôt que sur l'expansion. La politique monétaire était, par défaut, la seule option possible, mais elle aussi a été confrontée à une contrainte de taille.

Compte tenu du bas niveau de l'inflation et de l'impossibilité de faire passer les taux d'intérêt nominaux nettement sous zéro, il était difficile de réduire les taux d'intérêt réels et d'assouplir les conditions du crédit par des moyens traditionnels. Les taux d'intérêt officiels à court terme, l'instrument de prédilection des banques centrales, ont été abaissés de façon marquée mais ont vite touché la borne du zéro, où la plupart se situent encore cinq ans plus tard (**Graphique 1**).

Graphique 1 : Les taux directeurs des économies avancées sont à des niveaux historiquement bas

Taux directeurs, données quotidiennes



Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale américaine, Banque centrale européenne, Banque d'Angleterre et Banque du Japon

Dernière observation : 5 août 2013

En soi, cette évolution n'était pas « traditionnelle ». Les taux d'intérêt officiels à court terme n'avaient jamais été aussi bas pendant une période aussi longue. Il est vite devenu évident, cependant, que même cet assouplissement ne serait pas suffisant pour rétablir le fonctionnement du marché et raviver l'activité économique défailante. Il faudrait recourir à d'autres moyens, encore moins traditionnels.

Ces autres mesures ont pris deux formes. La première, qu'on appelle souvent « indications prospectives », comporte un engagement explicite de la banque centrale de maintenir les taux d'intérêt à court terme à un bas niveau pendant une période prolongée. Ce faisant, la banque espère influencer sur les attentes du marché et faire baisser les taux d'intérêt à plus long terme (tout comme l'auraient fait des réductions additionnelles des taux d'intérêt à court terme, si elles avaient été possibles).

L'engagement de prolonger l'assouplissement monétaire bien au-delà du moment où on aurait pu s'attendre à ce que la banque centrale commence à resserrer les conditions monétaires dans une conjoncture plus normale a aussi permis de rehausser les attentes d'inflation et ainsi de réduire encore davantage les taux d'intérêt réels. La certitude accrue offerte par les indications prospectives au sujet de la trajectoire future des taux d'intérêt a contribué à renforcer cet effet stimulant¹.

Les indications prospectives de la plupart des banques centrales qui ont utilisé cet instrument étaient fondées dans les premiers temps sur un calendrier plutôt vague, selon lequel celles-ci s'engageaient à maintenir les taux à un bas niveau pendant une « période prolongée ». Dans certains cas, un échéancier plus précis était fourni, comme le milieu de 2014 ou de 2015.

L'engagement était conditionnel, cependant. Il était clair, voire implicite, que si la conjoncture macroéconomique et les perspectives en matière d'inflation

changeaient de manière notable, la banque centrale réagirait de façon appropriée.

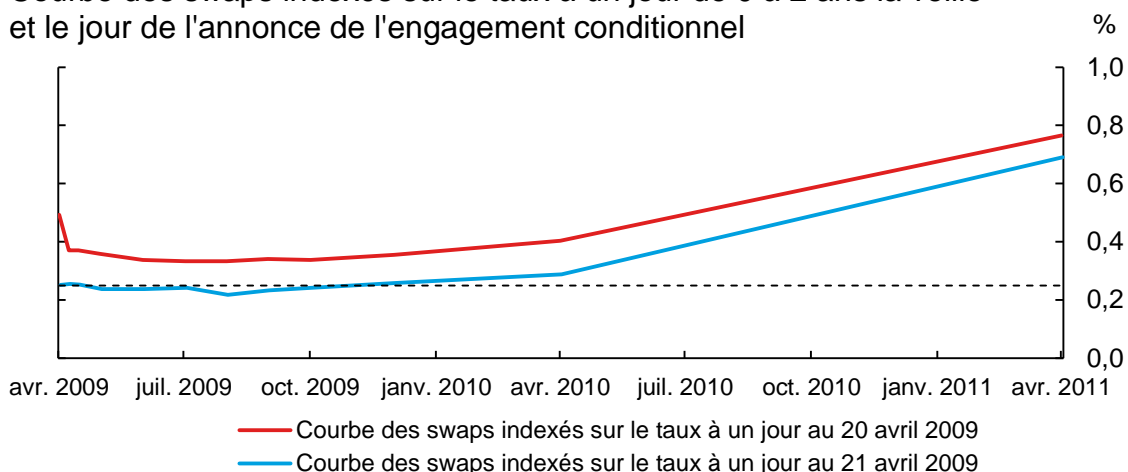
La Banque du Canada a ouvert la voie aux indications prospectives conditionnelles en avril 2009². Elle s'est engagée à maintenir le taux directeur à sa valeur plancher jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010, sous réserve des perspectives concernant l'inflation. Grâce à ses indications, la Banque a réussi à modifier les attentes des marchés en ce qui a trait à la trajectoire future des taux d'intérêt, ce qui a fourni l'impulsion souhaitée et ainsi favorisé une remontée de la croissance et de l'inflation au Canada (**Graphique 2**)³.

Dernièrement, les indications prospectives ont été axées plus explicitement sur des résultats ou des données, certaines banques centrales fixant des seuils comme des taux d'inflation ou de chômage précis, lesquels, s'ils étaient franchis, les amèneraient à réévaluer rapidement l'orientation de leur politique.

La deuxième forme de mesure de politique monétaire non traditionnelle utilisée par de nombreuses banques centrales consiste en l'achat de quantités considérables d'obligations d'État ou d'autres instruments financiers. L'« assouplissement quantitatif », comme il est généralement convenu de l'appeler, est considéré comme un moyen complémentaire et plus direct d'assurer de meilleures conditions du crédit du fait de la pression à la hausse immédiate qu'il exerçait sur les prix des actifs qui étaient achetés et sur ceux d'autres actifs en provoquant des substitutions de portefeuille⁴. C'est cette forme de politique monétaire non traditionnelle qui a probablement suscité le plus de malaise chez de nombreux participants au marché. Le **Graphique 3** montre l'augmentation de la taille des bilans de diverses banques centrales au cours des cinq dernières années. Ceux-ci s'établissent maintenant à des niveaux équivalant à 20 à 30 % du PIB.

Graphique 2 : Les anticipations du taux directeur de la Banque du Canada intégrées à la courbe de rendement ont diminué après l'annonce de l'engagement conditionnel

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



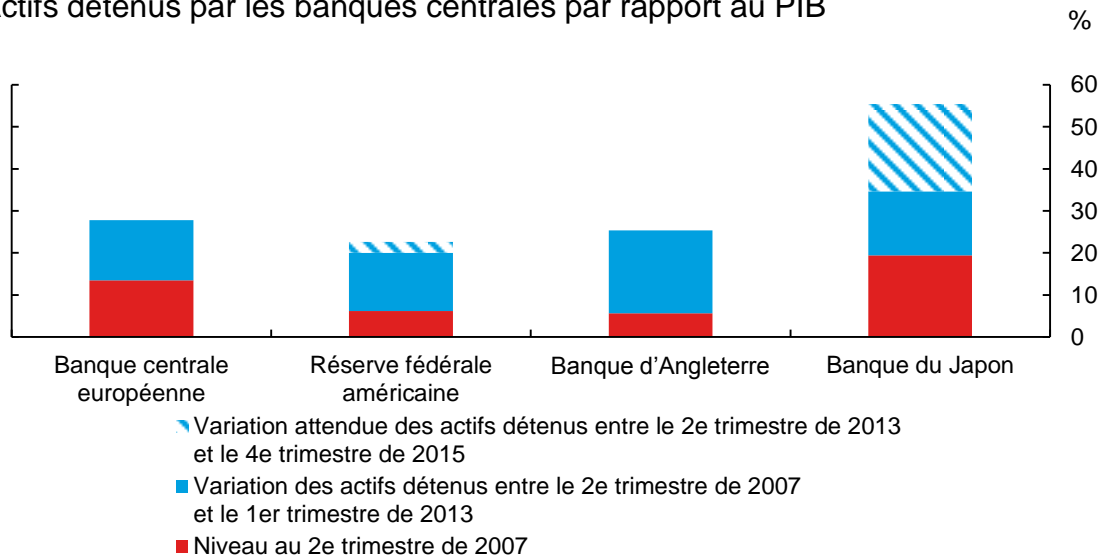
Nota : Le 21 avril 2009, la Banque du Canada a annoncé qu'elle s'engageait à maintenir son taux directeur à 0,25 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

Source : Bloomberg

Dernière observation : avril 2009

Graphique 3 : Certaines banques centrales se sont engagées à procéder à un nouvel assouplissement monétaire substantiel en recourant à des mesures non traditionnelles

Actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB



Nota : La hausse attendue des actifs de la Réserve fédérale américaine repose sur la moyenne des prévisions du secteur privé, en supposant que le stock total des actifs ne changera pas après la fin du présent programme d'achat d'actifs. Pour le Japon, la variation attendue des actifs détenus se fonde sur la plus récente décision de politique monétaire annoncée par la banque centrale. En ce qui a trait à la Banque centrale européenne et à la Banque d'Angleterre, aucune augmentation d'achats d'actifs n'est prévue entre le deuxième trimestre de 2013 et le quatrième trimestre de 2015.

Sources : Banque centrale européenne et Eurostat; Réserve fédérale américaine et Bureau d'analyse économique des États-Unis; 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 : 2013T1

Dans le cas du Japon, on prévoit que le bilan de la banque centrale atteindra près de 60 % du PIB au cours des deux prochaines années. Même si certains détracteurs virulents remettent en question la sagesse de ces actions, on s'entend généralement pour dire (en se fondant sur un nombre grandissant de travaux) que les indications prospectives et l'assouplissement quantitatif ont eu une incidence importante et bénéfique. Les conditions du crédit se sont améliorées, le fonctionnement des marchés a été rétabli et les taux d'intérêt des échéances éloignées ont été fortement réduits. Plus important encore, l'économie réelle et l'emploi ont été soutenus et une déflation ou dépression mondiale a été évitée⁵.

Certaines personnes sont d'avis que ces politiques se révéleront *trop* efficaces et qu'elles provoqueront une inflation galopante. D'autres croient qu'elles ont été sensiblement inefficaces, mais qu'elles auront un coût important dans l'avenir, qui se traduira par de l'instabilité financière et une perte d'indépendance pour la banque centrale. Même les partisans des politiques monétaires non traditionnelles reconnaissent qu'elles présentent des risques mais que, du moins jusqu'à présent, les avantages l'emportent largement sur les coûts actuels ou prévus.

Certains détracteurs soutiennent que le désengagement en douceur de ces politiques sera extrêmement difficile sinon impossible. Ils estiment que la situation est « sans précédent » et que nous sommes en « terrain inconnu ».

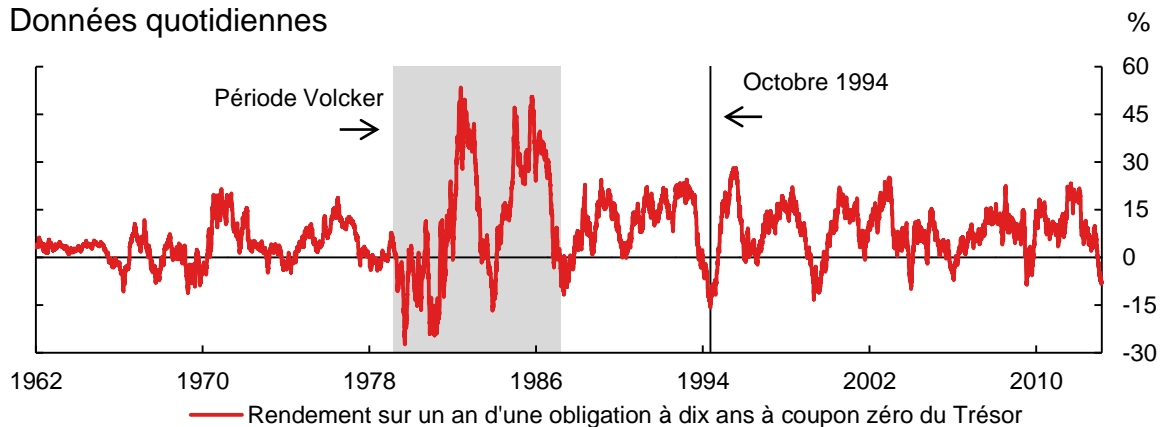
Chat échaudé...

On peut comprendre pourquoi les économies de marché émergentes et en développement pourraient se sentir particulièrement menacées. Au cours de la période d'après-guerre, on a connu à plusieurs reprises des épisodes de flambée des taux d'intérêt dans les pays avancés, suivis de crises financières dans les économies de marché émergentes et en développement. Durant la période postérieure à la présidence de Volcker par exemple, les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis ont bondi de plus de deux points de pourcentage en l'espace d'un an, et ce, à de nombreuses occasions.

Un profil similaire, quoiqu'un peu moins extrême, peut être observé en ce qui a trait aux taux d'intérêt à long terme. L'un des exemples les mieux connus d'une flambée brutale de ces taux aux États-Unis est survenu en 1994, immédiatement avant la crise financière mexicaine (**Graphique 4**).

Graphique 4 : Rendements des obligations à long terme aux États-Unis

Données quotidiennes



Nota : L'observation pour chaque jour correspond au rendement composé en temps continu d'une obligation théorique à dix ans à coupon zéro du Trésor achetée 252 jours d'activité sur les marchés avant. Les prix de l'obligation ont été calculés en fonction des paramètres tirés d'une mise à jour de R. Gürkaynak, B. Sack et J. Wright (2006), *The U.S. Treasury Yield Curve: 1961 to the Present*, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2006-28.

Sources : Réserve fédérale américaine et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 5 août 2013

L'expérience du Mexique n'est pas inhabituelle. Dans bien des cas, les effets de débordement dans les économies de marché émergentes et en développement ont été considérables. Qui plus est, dans ces cas, il s'agissait d'ajustements importants des mesures de politique monétaire traditionnelles plutôt que non traditionnelles. Le resserrement énergétique imposé par Volcker au commencement des années 1980, par exemple, a coïncidé avec le début de la crise d'endettement de l'Amérique latine et de ce qu'il est convenu d'appeler la « décennie perdue ». Il ne faut pas croire pour autant que le resserrement des politiques dans les économies avancées a toujours été la cause première ou le catalyseur de ces crises. Bon nombre de ces crises, voire la plupart, trouvent leur origine à l'intérieur même du pays.

Ironiquement, les préoccupations au sein des économies de marché émergentes et en développement au cours des cinq dernières années ont été centrées principalement sur les problèmes associés à un assouplissement monétaire trop prononcé dans les économies avancées. Face aux effets de débordement

négatifs sous forme d'afflux démesurés de capitaux et de pressions à la hausse sur leur taux de change, les économies de marché émergentes et en développement ont eu parfois du mal à contrôler les conditions du crédit sur leur marché intérieur et ont vu leur compétitivité internationale menacée.

Sans discuter en profondeur du bien-fondé de ces plaintes, il convient peut-être de souligner ce qui suit. Premièrement, la plupart des observateurs, dont le Fonds monétaire international, estiment que les facteurs d'attraction ont été plus importants que les facteurs de rejet pour ce qui est d'expliquer les afflux de capitaux. Autrement dit, l'attrait inhérent des investissements dans les économies de marché émergentes et en développement a été particulièrement déterminant, et non les politiques expansionnistes ailleurs.

Deuxièmement, l'argument ne tient pas compte du fait que les mesures de politique monétaire non traditionnelles ont probablement donné lieu à une accélération de la croissance dans les économies avancées et l'économie mondiale en général, dont les économies de marché émergentes et en développement ont tiré profit. L'autre scénario aurait été beaucoup moins séduisant.

Enfin, le recours à des politiques monétaires non traditionnelles aurait peut-être été moins nécessaire n'eût été des mesures restrictives appliquées par de nombreuses économies de marché émergentes et en développement pour contrôler les flux de capitaux et les mouvements des taux de change et qui avaient débuté bien avant la crise. Ces mesures restrictives ont contribué aux déséquilibres mondiaux considérables, lesquels ont à leur tour alimenté la crise. Elles ont aussi entravé le rééquilibrage de la demande mondiale qui s'imposait après la crise, ce qui a accru la nécessité d'une intervention énergique de la part des autorités monétaires des États-Unis et d'autres économies avancées.

Les effets de débordement des politiques vont dans les deux sens. Les économies de marché émergentes et en développement ont crû suffisamment pour que leur influence collective sur la conjoncture internationale soit maintenant comparable à celle des économies avancées.

Pourquoi ce pourrait être différent cette fois

Avant de trop s'en faire à propos des conséquences négatives du désengagement, il importe de prendre du recul et de se demander pourquoi la situation pourrait évoluer d'une façon moins désordonnée que ce que craignent certains détracteurs.

La première raison - et la plus évidente - est que le désengagement débutera à un moment où la politique monétaire sera extrêmement expansionniste et supposera une réduction graduelle du degré de détente en place plutôt que l'amorce d'un resserrement rapide et prononcé. En outre, le désengagement se produira uniquement lorsque les autorités estimeront qu'il existe des signes clairs et convaincants que le dynamisme de l'économie américaine et, par la suite, d'autres économies ne dépendra plus seulement des mesures de relance (que ces pays auront atteint leur « vitesse d'évasion »). En ce sens, le désengagement devrait être perçu comme une chose positive et naturelle.

Contrairement à des épisodes antérieurs, ces actions ne seront pas menées dans le contexte d'une économie en surchauffe qui requiert un resserrement rapide et marqué de la politique monétaire afin de brider l'activité économique et d'atténuer les pressions inflationnistes.

La deuxième raison est que les autorités monétaires ont appris la valeur de la clarté des communications à partir d'expériences malheureuses passées, comme en 1994, lorsqu'aucune tentative, ou presque, n'avait été faite pour avertir les marchés⁶.

On peut en dire autant de l'expérience plus positive des dernières années, où l'efficacité des communications a permis d'influer sur les attentes du marché.

La troisième raison est que les économies avancées ne se désengageront pas toutes en même temps de leurs mesures de politique monétaire non traditionnelles, car elles se trouvent à différents points du cycle économique. Une grande partie de l'Europe est toujours en récession et la Banque centrale européenne envisage de nouvelles mesures d'assouplissement⁷. Le Japon est engagé dans un programme plus ambitieux dans le cadre du plan en trois volets destiné à relancer son économie. Le manque de synchronisation de l'orientation des politiques entre les pays devrait aider à modérer la réaction des taux d'intérêt à l'échelle du globe.

La quatrième raison est que la politique monétaire non traditionnelle ne l'est pas tant que cela, de par son concept ou son application. À de nombreux égards, elle est une relique du passé. Le recours à l'achat d'actifs pour injecter de la monnaie centrale dans l'économie ou pour en retirer correspond au processus de politique monétaire décrit dans la plupart des manuels d'économie. La conduite de la politique monétaire à l'aide de moyens indirects, soit par l'intermédiaire de communiqués annonçant la modification du taux cible du financement à un jour, bien que plus simple et efficace en temps normal, est une réalité relativement nouvelle.

Les indications prospectives, l'autre forme de politique monétaire non traditionnelle, sont ni plus ni moins qu'une incarnation moderne de la persuasion morale, qui était employée activement par la plupart des banques centrales durant les années 1950 et 1960 (voire plus tard). La période qui a précédé la conclusion d'un accord entre la Réserve fédérale et le Trésor (« l'Accord avec le Trésor ») offre un autre exemple d'indications prospectives plutôt directes⁸.

La portée et l'ampleur de la modification de la politique monétaire ne sont pas sans précédent. Tout dépend de la manière dont on les mesure. L'expansion des achats d'actifs, qu'elle soit mesurée en valeur absolue ou par rapport au PIB, est réellement énorme et sans nul doute à l'origine d'une bonne partie du choc et des craintes que la politique monétaire non traditionnelle a engendrés. Toutefois, si on s'attarde à la croissance du crédit qui en a résulté au cours de la période récente ou aux mouvements des taux d'intérêt à long terme, on constate que les effets sont moins préoccupants⁹. Les fluctuations du crédit et des taux d'intérêt du début à la fin de nombreux épisodes de resserrement observés dans le passé ont été beaucoup plus marquées que tout ce qu'on peut voir en ce moment.

Cela ne veut pas dire pour autant que le processus est sans risque ou qu'il se déroulera nécessairement en douceur. Cependant, comme je l'ai mentionné plus

tôt, les autorités ont tiré quelques enseignements utiles à propos de la communication et de l'importance de travailler avec les marchés. Elles ont en effet clairement exposé leurs intentions et leurs plans d'action de même que les conditions qui provoqueraient vraisemblablement l'amorce du désengagement.

Aux États-Unis par exemple, la Réserve fédérale a introduit des seuils explicites et indiqué la séquence selon laquelle elle procéderait vraisemblablement au retrait des mesures de relance. Le désengagement serait précédé d'une baisse graduelle de la taille des achats d'actifs (c.-à-d., d'un ralentissement de l'assouplissement quantitatif supplémentaire), suivie de la fin des programmes d'achat d'actifs, d'une diminution progressive de l'excès de liquidité dans le système, de hausses mesurées du taux des fonds fédéraux et, en définitive, d'une normalisation du bilan de la Réserve fédérale. Tout cela serait conditionnel à l'évolution de la situation économique. Fait important, on assurerait une bonne compatibilité des motivations. Les pays qui mettraient à exécution leur stratégie de sortie comprendraient les dangers qu'il y aurait à opérer un retrait trop tôt ou trop tard, tandis que les pays qui ressentiraient les effets du désengagement ne devraient pas souhaiter que le processus se passe autrement. Le fait qu'une grande économie avancée ne parvienne pas à atteindre la vitesse d'évasion à cause d'un désengagement prématuré ou qu'elle crée une spirale inflationniste en raison d'un retrait tardif n'est certainement dans l'intérêt de personne à long terme.

Les effets de débordement

Les effets de débordement sont une conséquence inévitable de l'ouverture des marchés et de la mondialisation. Les interventions des pays d'importance systémique - tant les économies avancées que les économies de marché émergentes et en développement - auront forcément une incidence sur les autres. De fait, des mesures semblables prises par un grand nombre de petits pays produiraient, collectivement, le même effet.

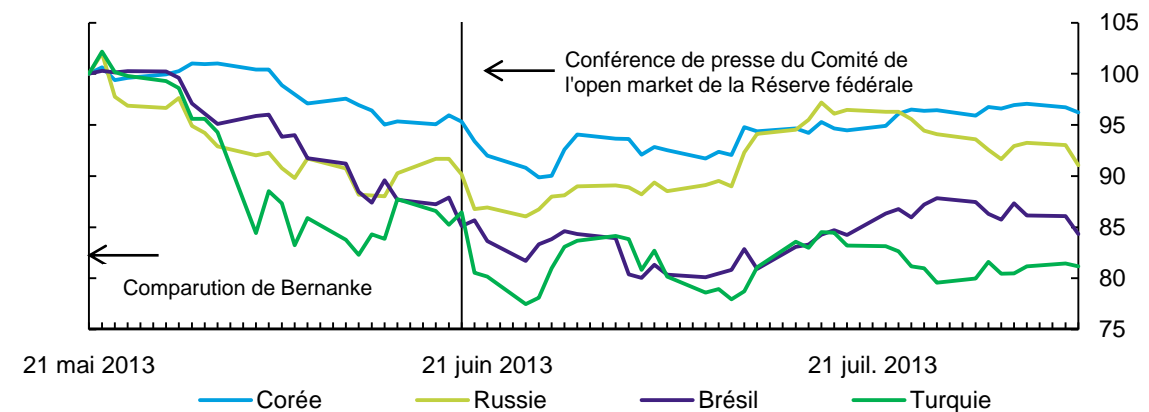
De plus, on ne devrait pas assumer que les effets de débordement sont toujours négatifs, bien que le terme ait, certes, une connotation légèrement péjorative. Les mesures qu'un pays instaure dans son intérêt à long terme (pour mettre de l'ordre dans ses affaires) profitent en général à d'autres (le voisinage est plus en sécurité). Plus fondamentalement, les avantages qu'offre l'ouverture des marchés en canalisant les capitaux vers leurs usages les plus productifs et en permettant aux pays de maximiser les gains des échanges commerciaux ne peuvent généralement pas être dissociés des autres chocs externes sans causer de sérieux torts.

Les pays ayant des institutions et un système financier moins développés, une crédibilité limitée en matière de politiques publiques, une dette en devises plus grosse et une situation économique plus précaire sont certainement plus exposés que d'autres à des chocs externes¹⁰. Il ne faut donc pas s'étonner si les déclarations récentes de la Réserve fédérale ont eu une incidence plus grande sur les actifs dans les économies de marché émergentes et en développement dont la dette et les déficits sont plus élevés et qui sont perçues comme étant plus tributaires du financement extérieur (**Graphique 5** et **Graphique 6**).

Graphique 5 : Certains indices boursiers des marchés émergents depuis la comparution de Bernanke

Base 100 de l'indice = 21 mai 2013

Données quotidiennes



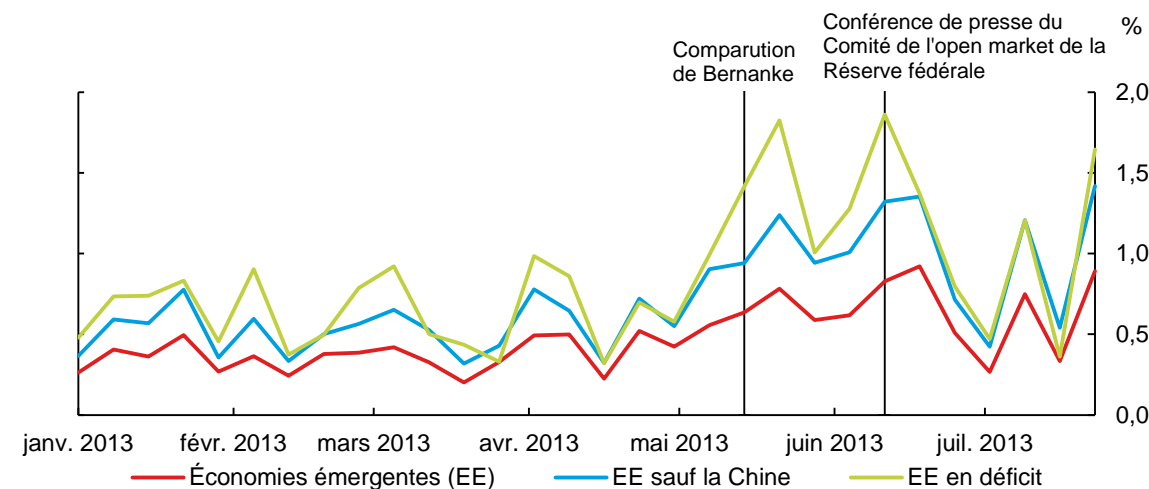
Nota : Le compte courant de la Corée et de la Russie est excédentaire et celui du Brésil et de la Turquie est déficitaire.
Source : Bloomberg

Dernière observation : 6 août 2013

La réaction était naturelle et prévisible, mais elle devrait s'inverser en grande partie, à moins que les facteurs fondamentaux ne la justifient.

La première mesure que les pays devraient envisager si les chocs persistent, et sont considérés comme néfastes, serait de revoir l'orientation de leurs propres politiques monétaire et budgétaire afin de déterminer si elles nécessitent des ajustements.

Graphique 6 : Taux de variation hebdomadaire en valeur absolue des taux de change nominaux par rapport au dollar américain



Nota : Les taux de change sont agrégés en utilisant comme pondérations les parts des PIB de 2012 mesurés en parité des pouvoirs d'achat.

Sources : Banque du Canada, Haver Analytics et *Perspectives de l'économie mondiale* d'avril 2013 du Fonds monétaire international Dernière observation : 2 août 2013

Si les chocs extérieurs semblaient faire planer des risques sur la stabilité financière, on pourrait introduire des mesures macroprudentielles pour compléter ou appuyer la réglementation existante et la surveillance du système financier intérieur. On devrait toutefois s'en servir judicieusement, en ciblant la vulnérabilité financière elle-même, et non comme d'un prétexte pour accroître le protectionnisme et introduire des mesures qui compromettraient à terme le bien-

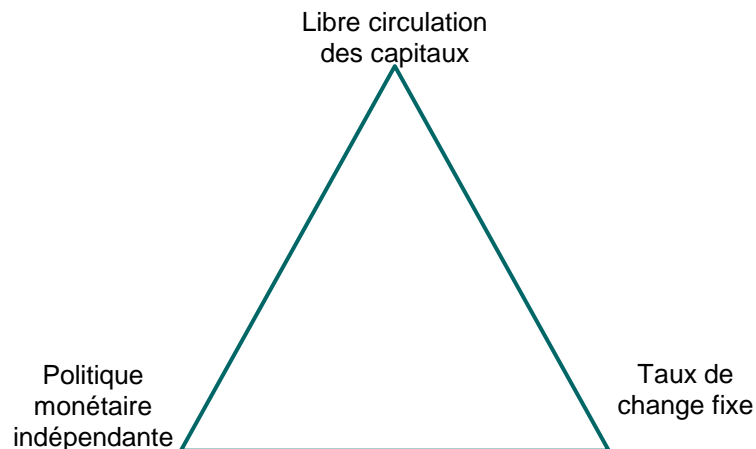
être. Il faudrait résister à la tentation d'imposer de nouvelles mesures de contrôle des capitaux, de procéder à des interventions persistantes et de grande ampleur sur le marché des changes et de faire obstacle par d'autres moyens aux ajustements des prix relatifs qui sont requis.

Certains pays qui n'apprécient pas les effets de débordement des politiques monétaires menées par les économies avancées sont également insatisfaits des options à leur disposition pour les gérer.

Un bon nombre de ces pays préfèrent un régime de changes fixes. Cependant, ils ne veulent pas recourir à la politique monétaire pour chercher à stabiliser le taux de change, en raison des implications pour les conditions du crédit sur le marché intérieur. Les mesures de contrôle des capitaux leur permettraient de stabiliser ces conditions et le taux de change, mais elles créent de graves distorsions au fil du temps. La meilleure solution, selon plusieurs de ces pays, serait que les États-Unis internalisent les effets de leurs mesures de politique monétaire, plus particulièrement qu'ils ne procèdent pas au désengagement ou qu'au moins ils le fassent à un moment qui convient mieux à d'autres.

Le problème auquel font face ces pays insatisfaits n'est pas nouveau pour ceux qui s'intéressent à l'économie internationale - c'est un vieux concept remis au goût du jour. On attribue le plus souvent à l'économiste canadien Robert Mundell l'exposition la plus succincte de ce problème, qu'on appelle communément « l'impossible trinité » ou « trilemme » (**Figure 1**)¹¹.

Figure 1 : Trilemme de Mundell-Fleming : seuls deux des trois objectifs peuvent être réalisés simultanément



Les pays, a constaté Mundell, ne peuvent pas bénéficier simultanément des avantages de la libre circulation des capitaux, d'un taux de change stable et d'une politique monétaire indépendante. Seules deux des trois conditions peuvent être satisfaites au même moment. Les pays doivent donc faire un choix.

S'ils suivaient les conseils de leurs détracteurs, les États-Unis, de même que plusieurs autres économies avancées, seraient obligés de renoncer en partie à leur indépendance en matière de politique monétaire. À notre avis, toutefois, cela

équivaldrait à conclure un pacte faustien. Il existe un bien meilleur moyen de s'y prendre. En effet, le trilemme devrait être résolu en permettant aux taux de change de flotter, tout en préservant la libre circulation des capitaux et l'indépendance de la politique monétaire de tous les pays. Certains palliatifs pourraient être appropriés en guise d'expédients auxquels on recourrait temporairement lorsque des excès sont observés sur les marchés, mais ils ne devraient pas être utilisés en permanence comme une béquille.

L'expérience du Canada

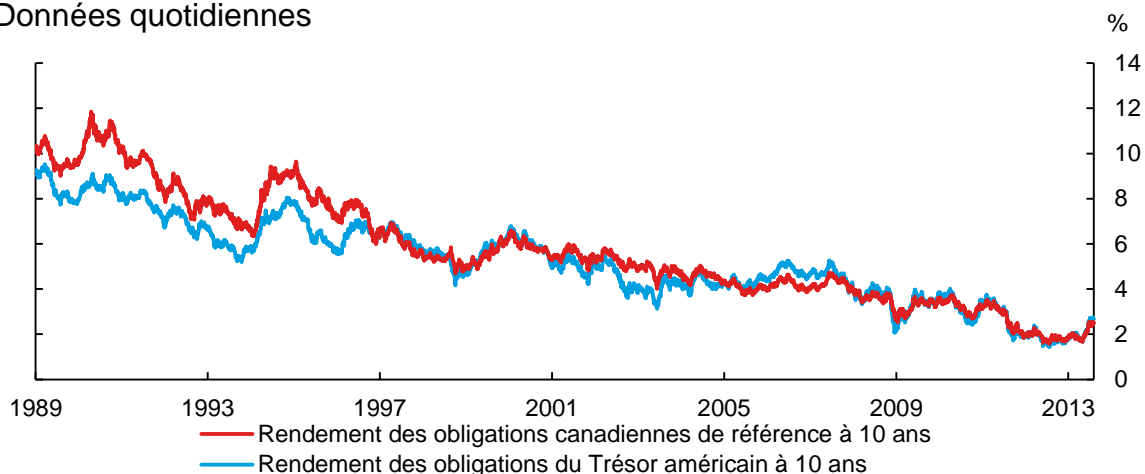
La mondialisation et l'interdépendance économique qu'elle suppose n'ont rien de nouveau au Canada. Notre pays a toujours été une économie relativement petite et ouverte ayant des liens étroits avec d'autres économies beaucoup plus grosses. La mondialisation et l'émergence de nouvelles grandes puissances économiques en Asie et en Amérique latine ont accru le nombre de connexions, mais les réalités fondamentales concernant la situation économique de notre pays ou le contexte des politiques publiques dans lequel il évolue sont toujours les mêmes.

Le Canada a abandonné toutes ses mesures de contrôle des changes et presque toutes celles de contrôle des capitaux peu après la Deuxième Guerre mondiale, et a adopté un taux de change flottant en 1950, bien avant l'effondrement du système de Bretton Woods¹².

Malgré l'indépendance monétaire que nous confère un régime de changes flottants, nos taux d'intérêt à long terme ont toujours suivi de près ceux des États-Unis (**Graphique 7** et **Graphique 8**).

Graphique 7 : Rendements des obligations à long terme aux États-Unis et au Canada

Données quotidiennes

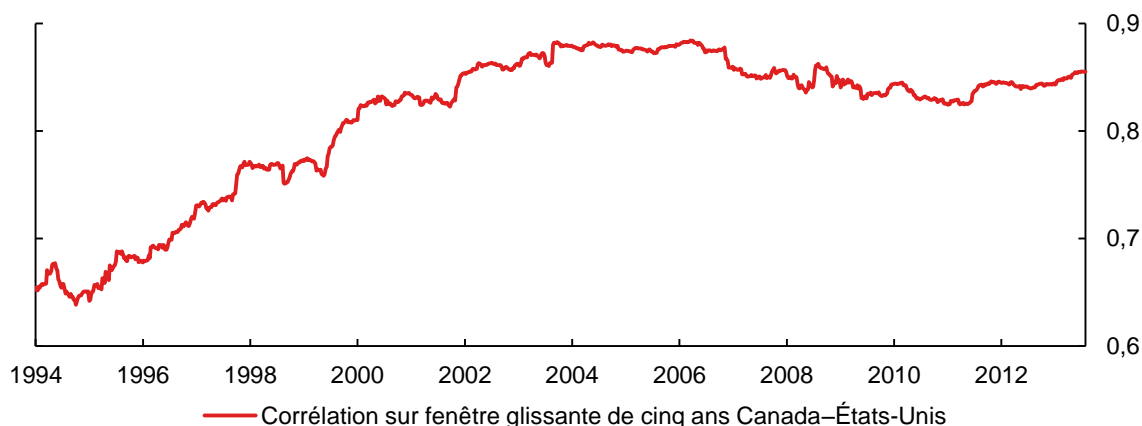


Sources : Banque du Canada et Trésor américain

Dernière observation : 5 août 2013

Graphique 8 : Corrélation sur fenêtre glissante entre les différences premières des rendements des obligations à long terme américaines et canadiennes

Données hebdomadaires



Sources : Trésor américain et calculs de la Banque du Canada

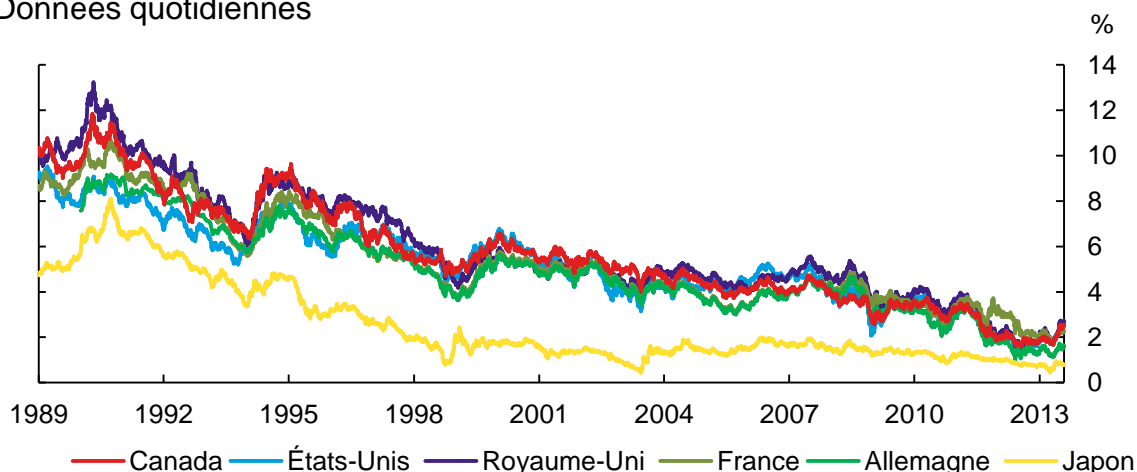
Dernière observation : 5 août 2013

Cela n'a rien de surprenant, compte tenu des liens réels étroits qui existent entre nos économies et de l'intégration poussée de nos marchés de capitaux. Il en va de même dans d'autres pays qui sont maintenant passés à un régime ouvert semblable au nôtre (**Graphique 9** et **Graphique 10**).

Néanmoins, le Canada a réussi à maîtriser l'inflation et il poursuit le ciblage de l'inflation avec succès depuis 1991, en influant sur l'activité économique et le niveau général des prix par la modification des taux d'intérêt à court terme. Ces changements se reflètent à leur tour sur les taux des instruments à plus long terme, bien que l'influence diminue à mesure que l'échéance s'allonge, et, surtout, sur le taux de change.

Graphique 9 : Rendements des obligations à long terme dans certaines économies avancées

Données quotidiennes

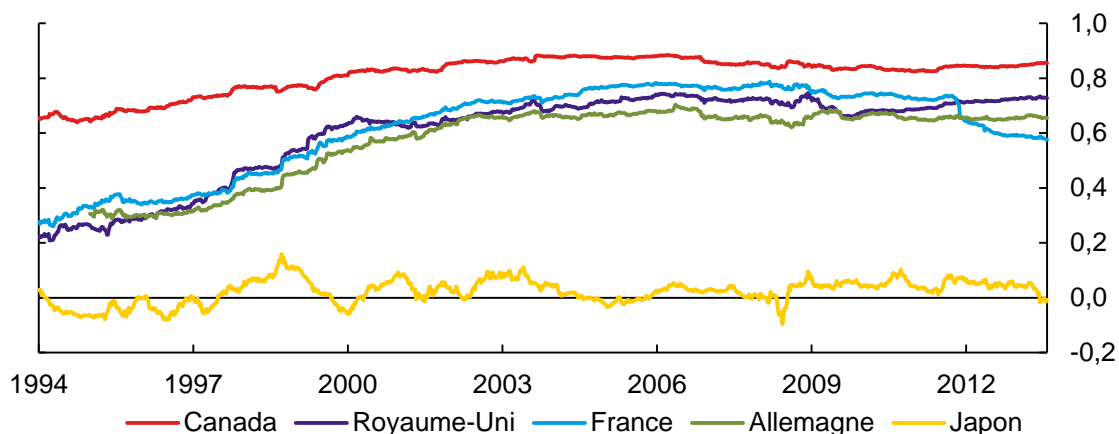


Sources : Banque du Canada, Trésor américain, Banque d'Angleterre, Banque de France, Banque d'Allemagne et Banque du Japon

Dernière observation : 5 août 2013

Graphique 10 : Corrélation sur fenêtre glissante de cinq ans entre les variations des rendements des obligations à long terme américaines et celles des autres économies avancées

Données hebdomadaires



Sources : Trésor américain, Banque d'Angleterre, Banque de France, Banque d'Allemagne, Banque du Japon et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2 août 2013

À cet égard, le taux de change sert d'amortisseur automatique en cas de chocs d'origine tant interne qu'externe et fait partie intégrante du mécanisme de transmission de la politique monétaire. En effet, dans une étude qu'il a rédigée au début des années 1960 et qui est devenue un classique du genre, Mundell (Mundell, 1963) a montré que, dans un contexte de substituabilité complète des actifs et de mobilité parfaite des capitaux, les taux d'intérêt réels résulteraient en grande partie du jeu des forces des marchés internationaux, et le taux de change varierait en réaction aux changements qui seraient apportés à la politique monétaire nationale afin d'imprimer la majeure partie de l'assouplissement ou du resserrement voulu.

Le modèle de Mundell était extrêmement simple et comportait un certain nombre d'hypothèses douteuses, mais représentait avec justesse des éléments importants du monde dans lequel les économies ouvertes évoluent. Même si les autorités sont capables d'exercer une influence considérable sur les taux d'intérêt réels, à court terme surtout, et que les banques centrales assument la responsabilité ultime du taux d'inflation au sein de leur économie, c'est le taux de change qui fait une bonne partie du travail.

Il importe de noter, à cet égard, que l'arbitrage international ne signifie pas que tous les taux d'intérêt doivent être égaux, seulement les taux de rendement (corrigés en fonction des risques), y compris les variations anticipées du taux de change. Le contrôle des taux à court terme est possible parce que la politique monétaire modifie les attentes à l'égard du taux d'appréciation ou de dépréciation de la monnaie.

L'économie canadienne a réagi aux mesures d'assouplissement non traditionnelles mises en place par la Réserve fédérale américaine au cours des cinq dernières années exactement comme on le prévoyait. Les achats d'actifs et les indications prospectives de la banque centrale ont exercé des pressions à la

baisse sur les taux d'intérêt à long terme aux États-Unis et des pressions à la hausse sur les prix des actions et des autres actifs. Le dollar américain s'est déprécié lorsque les investisseurs ont cherché à obtenir des rendements plus élevés ailleurs, poussant à la baisse les taux d'intérêt des autres pays et à la hausse les prix mondiaux des actifs et les monnaies étrangères.

Bien que les pressions à la hausse sur le dollar canadien qui en ont résulté aient freiné la croissance intérieure, l'incidence de ce vent contraire a été plus que compensée par les effets positifs du raffermissement de la demande américaine visant nos exportations, des prix des actifs et des produits de base plus élevés et de l'amélioration de nos termes de l'échange¹³. Autrement dit, la détente opérée par la Réserve fédérale a eu un effet net positif sur le Canada, en améliorant une situation difficile. Le processus s'inversera lorsque le désengagement commencera, mais il y aura alors une différence importante : il se produira dans le contexte d'un renforcement de l'économie américaine. L'amélioration de la vigueur sous-jacente de celle-ci devrait compenser largement l'effet modérateur exercé par les taux d'intérêt plus élevés. Le raffermissement de la demande extérieure, conjugué aux pressions à la baisse sur notre monnaie et au soutien des prix des produits de base découlant de la reprise économique mondiale, aura un effet stimulant.

Naturellement, le processus ne va probablement pas se dérouler d'une manière aussi précise ou mécanique que celle que je viens de décrire. Rudiger Dornbusch (Dornbusch, 1976) a appliqué le cadre de Mundell à un environnement dynamique et montré que le comportement prospectif, combiné à la rigidité des prix, pouvait provoquer une surréaction des taux de change¹⁴. Dans le monde réel, beaucoup d'autres facteurs peuvent faire réagir trop fortement les taux de change et les prix des actifs, y compris les « esprits animaux » et un excès d'exubérance. Ils devraient toutefois être passagers, les marchés devant se stabiliser à des niveaux conformes aux facteurs fondamentaux après une courte période, aidés en cela peut-être par des indications prospectives supplémentaires.

Conclusion

Le désengagement, lorsqu'il se produira, ne se fera pas sans difficulté, tant pour ceux qui y procèdent que pour ceux qui en ressentent les effets. Cela dit, ce processus devrait être considéré comme positif, un signe que l'économie mondiale est bel et bien sur la voie de la reprise et qu'il est temps que les taux d'intérêt commencent à se normaliser. Si les taux d'intérêt sont maintenus à un bas niveau trop longtemps, tant les prix que la stabilité financière vont en souffrir.

Le fonctionnement des marchés est rarement aussi harmonieux que le décrivent les manuels. Les marchés ont tendance à réagir de façon excessive à des nouvelles de dernière heure ou à des changements d'humeur. Bien que l'expérience passée des vives fluctuations des taux d'intérêt ait de quoi inquiéter, particulièrement les économies plus petites dont les institutions et les marchés financiers sont moins développés, un certain nombre de facteurs devraient favoriser une transition plus en douceur cette fois-ci.

L'une des différences les plus cruciales est l'accent qui est maintenant mis sur une communication claire et la sensibilisation accrue à l'importance de la

transparence. Le désengagement de la politique monétaire non traditionnelle devrait être l'une des mesures les mieux annoncées de l'histoire monétaire.

Un deuxième facteur important qui joue en notre faveur est l'étroite compatibilité des motivations des pays qui procèdent au désengagement et de ceux qui subissent les effets du processus. Personne ne souhaite qu'il se déroule de manière désordonnée, et personne ne devrait vouloir d'un retrait prématuré ou tardif.

Un troisième élément notable dans le cas des économies de marché émergentes et en développement est l'amélioration marquée du contexte dans lequel ces pays évoluent, par rapport à leur taille et à leur résilience. Les réformes budgétaires, financières et structurelles impressionnantes qu'un bon nombre d'entre elles ont réalisées leur permettront d'être bien mieux placées qu'elles ne l'étaient 30, 20, voire 10 ans auparavant.

Bien sûr, on ne peut pas en dire autant de tous les pays. Il reste beaucoup à faire dans un grand nombre d'économies de marché émergentes et en développement ainsi que dans les économies avancées. Il ne peut y avoir de garantie que le processus de désengagement va bien se terminer pour tous les pays. Les vulnérabilités qui étaient auparavant occultées par une abondance de liquidités mondiales vont peut-être ressortir encore plus lorsque les conditions monétaires redeviendront normales. Tous ces facteurs montrent l'importance pour les pays de remettre de l'ordre dans leurs affaires.

Notes

¹ 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, les indications prospectives peuvent faire baisser les taux à long terme en réduisant l'incertitude entourant la trajectoire future des taux à court terme, même si elles ne changent pas le mode des attentes quant à la durée du maintien du taux directeur à la valeur plancher.

² Pour une analyse de l'évolution des indications prospectives, voir M. Carney (2013), *La politique monétaire après la chute*, Conférence commémorative Eric J. Hanson, Université de l'Alberta, Edmonton (Alberta), 1^{er} mai.

³ Voir Z. He (2010), *Evaluating the Effect of the Bank of Canada's Conditional Commitment Policy*, document d'analyse n° 2010-11, Banque du Canada, et M. Woodford (2012), *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*, communication présentée au symposium de Jackson Hole ayant pour thème « The Changing Policy Landscape », 31 août-1^{er} septembre.

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, autrement dit, par l'accroissement du 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). À mesure que les investisseurs privés rééquilibrent leurs portefeuilles au profit d'autres actifs, l'ensemble des marchés financiers s'en trouve stimulé.

De nombreuses banques centrales, surtout au plus dur de la crise, ont aussi eu recours à des politiques connues sous le nom d'« assouplissement direct du crédit », qui 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 et à améliorer la liquidité ainsi qu'à stimuler l'activité sur ces marchés.

Outre ces effets « hydrauliques », tant l'assouplissement quantitatif que l'assouplissement direct du crédit peuvent avoir des effets de « signal ». Autrement dit, tous deux peuvent influencer sur les perceptions de la fonction de réaction de la banque centrale. À l'instar des indications prospectives, les effets de signal peuvent accentuer la détente monétaire en influençant les attentes relatives à l'évolution future des conditions monétaires et financières.

⁵ Voir E. Santor et L. Suchanek (2013), « Les politiques monétaires non traditionnelles : évolution des pratiques, effets et coûts potentiels », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p 1-17; 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.

⁶ Le président de la Réserve fédérale, Alan Greenspan, a bien tenté de préparer les marchés à une hausse des taux d'intérêt à court terme lors de sa comparution devant le comité mixte du Congrès américain sur l'économie quelques jours avant la réunion de février 1994 du Comité de l'open market de la Réserve fédérale, qui marquait le début du resserrement. Toutefois, cette préparation n'avait rien de comparable aux récentes déclarations de la Réserve fédérale au sujet du ralentissement des mesures de relance.

⁷ À l'occasion des conférences de presse de la Banque centrale européenne (BCE) qui se sont tenues en juillet et en août, le président de la BCE, Mario Draghi, a déclaré que le Conseil des gouverneurs de l'institution maintenait une orientation accommodante. En août, il a précisé que les membres du Conseil avaient convenu à l'unanimité de maintenir les taux d'intérêt directeurs de la BCE, dont le taux de la facilité de dépôt, à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas sur une période prolongée. Il a souligné que ce biais à la baisse s'expliquait par les perspectives modérées en matière d'inflation. Internet : http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/Eurosysteme_et_international/declaration-introductive-aout-2013.pdf

⁸ En 1942, après l'engagement des États-Unis dans la Deuxième Guerre mondiale, la Réserve fédérale a promis de maintenir le taux d'intérêt des obligations d'État à un bas niveau, à la demande du Trésor américain. La Réserve fédérale a recouvré son indépendance en 1951, à la signature de l'Accord avec le Trésor.

⁹ La modification importante de la base monétaire n'ayant apporté que des changements modérés au chapitre du crédit et des taux d'intérêt, certains pourraient en conclure que ces politiques ont été moins efficaces qu'escompté. Cette conclusion est toutefois fondée sur une hypothèse erronée. De fait, l'ampleur du changement dans la base monétaire n'est pas surprenante. À mesure que le coût d'opportunité de la détention de monnaie - le taux d'intérêt nominal - recule, l'élasticité de la demande de monnaie aux taux d'intérêt s'accroît. Près de la borne du zéro, cet effet entraîne un effondrement de la vitesse de la circulation de la monnaie. Puisque la demande de monnaie est en pratique infinie, il y a rupture de la relation entre les agrégats monétaires au sens large et ceux au sens étroit (le multiplicateur monétaire). Par conséquent, la modification de la base monétaire n'a presque pas d'incidence sur les prix des actifs et la demande globale. L'action stimulante de la politique monétaire non traditionnelle est plutôt principalement attribuable aux changements effectués dans la composition des portefeuilles du secteur privé et aux effets de signal.

¹⁰ Lorsque des chocs survenaient auparavant, l'accroissement de la dette souveraine en devises aggravait la situation. Dans le contexte actuel, ce sont les entreprises des économies émergentes et en développement, et non les États, qui ont accumulé d'importantes dettes en devises à court terme sans couverture. Une dépréciation de la monnaie d'économies émergentes aurait pour effet d'accroître la valeur en monnaie locale des dettes des entreprises. Les autorités des pays émergents pourraient limiter l'endettement en monnaies étrangères dans l'avenir en adoptant des mesures de réglementation appropriées et en permettant une plus grande flexibilité des taux de change. Cette dernière mesure découragerait l'accumulation de dettes en devises sans couverture, en raison du risque de change tant à la hausse qu'à la baisse.

¹¹ R. A. Mundell (1963), « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Revue canadienne d'économie et de science politique*, vol. 29, n° 4, p. 475-485.

¹² Parmi les grands pays, c'est le Canada qui a la plus longue expérience des taux de change flottants. Il est revenu à un taux de change fixe en 1962, mais pas pour longtemps; il a décidé de laisser sa monnaie flotter de nouveau en 1970. En tout, la valeur du dollar canadien a flotté durant 55 ans depuis les 63 dernières années.

¹³ À propos de l'incidence de la politique monétaire non traditionnelle américaine sur le Canada, voir l'encadré 1 de la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*. Il convient de noter que plusieurs autres facteurs ont aussi influé sur le taux de change du dollar canadien, dont la vigueur des prix des produits de base et la faiblesse généralisée du dollar américain.

¹⁴ R. Dornbusch (1976), « Expectations and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, vol. 84, n° 6, p. 1161-1176.