



**Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
devant le Cercle canadien de Montréal
Montréal (Québec)
12 décembre 2013**

La politique monétaire comme outil de gestion des risques

Introduction

Merci pour vos bons mots. Je suis très heureux d'être ici à Montréal.

Aujourd'hui, j'aimerais vous parler de la gestion des risques.

Nous sommes tous appelés à gérer des risques, et ce, dans tous les aspects de notre vie : que ce soit comme chef d'entreprise, dans le cadre de notre carrière ou en prenant soin de notre famille. Quand nous préparons des plans en vue d'atteindre un but, nous tenons compte des problèmes potentiels et de ce que nous pouvons faire pour les atténuer.

Évidemment, on ne pourra jamais éliminer complètement les risques : on ne peut que les gérer prudemment.

Comme économiste et dirigeant de banque centrale, je réfléchis beaucoup aux risques. Et je ne suis pas le seul. En réaction à ce que nous avons vécu ces dernières années, les banquiers centraux partout dans le monde adaptent leurs façons de faire. À la Banque du Canada, conscients de l'incertitude accrue qui nous entoure, nous modifions le regard que nous portons sur les risques, notre manière de les évaluer et le rôle qu'ils jouent dans les décisions de politique monétaire. Voilà le sujet dont je vais traiter cet après-midi.

La formulation de la politique monétaire

Soulignons d'abord que certaines choses n'ont pas changé, bien au contraire. Le meilleur moyen pour la Banque du Canada de remplir son mandat est, comme toujours, de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. En 1991, la Banque a adopté une cible d'inflation et, depuis 1995, nous visons un taux d'inflation de 2 %. Cette cible est sacrée.

Et, en plus de vingt ans de ciblage de l'inflation, nous avons globalement atteint notre but : en moyenne, l'inflation s'est située très près de la cible.

Cela ne s'est pas fait tout seul. Tout comme quand on pilote un navire, nous devons nous ajuster aux courants qui nous entourent et aux épisodes de gros temps. Certains des écueils à éviter sont mineurs et demandent un changement de cap ou de vitesse temporaire. D'autres peuvent exiger un détour majeur. Dans les pires scénarios, on court le risque de s'échouer, ou même de chavirer. Dans tous les cas, il faut savoir aussi bien anticiper que réagir.

Le Conseil de direction de la Banque établit le taux directeur dans le but d'atteindre la cible d'inflation de 2 %. Au cœur de cette décision se trouve notre prévision quant à la trajectoire la plus probable de l'économie canadienne et de l'économie mondiale. Selon cette prévision, il existe une trajectoire unique pour les taux d'intérêt qui devrait nous ramener à la cible, à l'instar du capitaine qui établit la route pour son navire. À cette étape du processus, la politique monétaire ressemble à de la mécanique de précision.

Mais, comme quand on navigue en mer, dans le domaine de la politique monétaire, la vue n'est pas toujours parfaitement claire. Compte tenu de ce que nous avons traversé et continuons de vivre, nos prévisions ne sont pas des chiffres d'une précision absolue. Elles représentent plutôt une fourchette de résultats probables. De la même façon, nos modèles économiques sont davantage une source de questions que de réponses.

Pour que cette incertitude soit non seulement reconnue mais effectivement intégrée dans nos décisions de politique, nous avons ajouté aux variables les plus importantes de nos projections des fourchettes explicites établies à partir de règles simples.

Ce faisant, nous nous rappelons - comme à ceux qui suivent nos travaux - que, surtout après la crise, les projections économiques sont soumises à une incertitude considérable.

De fait, bien que le Canada ait mieux résisté à la crise financière mondiale et à la Grande Récession ayant suivi que les autres pays du G7, nous prenons plus de temps que nous l'avions prévu - ou souhaité - pour rentrer à bon port. L'économie n'a toujours pas retrouvé sa pleine capacité et l'inflation se maintient sous la cible de 2 % de façon persistante.

En raison de la nature inédite de la crise et de la récession qui en a résulté, la reprise mondiale a été tout sauf harmonieuse ou normale. En naviguant dans ces eaux inconnues, nous sommes particulièrement vigilants dans nos prévisions en ce qui concerne les risques qui pourraient nous faire dévier de notre route.

Évaluer les risques à travers deux prismes

Ces prévisions représentent un volet important de nos discussions sur la politique à mener. Nous évaluons comment les risques pourraient interagir entre eux. Nous estimons leur effet potentiel. Et nous exerçons notre jugement pour déterminer l'équilibre entre eux, tant aujourd'hui que dans l'avenir. C'est donc dire que, de nos jours, la formulation de la politique monétaire relève davantage de la gestion des risques que de la mécanique de précision.

J'insiste sur ce point : les risques ne font pas partie de notre prévision de référence, ce n'est pas ce que la Banque s'attend à voir. Les risques sont plutôt les déviations possibles par rapport à ce que nous anticipons. Nous nous employons à les éviter, ou du moins à les atténuer.

La Banque du Canada envisage les risques à travers deux prismes : 1) l'effet possible sur les perspectives d'évolution de l'activité économique réelle et de l'inflation, et 2) l'effet possible sur la stabilité du système financier.

Ces deux groupes de risques sont liés entre eux, mais pour le moment, je vais les aborder séparément.

Le ciblage de l'inflation est nécessairement une démarche prospective. Il repose sur le travail de prévisionnistes économiques qui passent les données à la moulinette et utilisent des modèles pour évaluer la trajectoire future la plus probable de l'inflation. Comme notre cible est symétrique, nous sommes tout aussi préoccupés par les risques à la hausse qui touchent l'inflation que par les risques à la baisse. Bien entendu, quand l'inflation est déjà en dessous de la cible, comme c'est le cas aujourd'hui, nous nous préoccupons davantage des risques à la baisse que des risques à la hausse.

La projection de la Banque concernant l'inflation ainsi que son évaluation des risques pesant sur cette projection sont publiées tous les trimestres dans le *Rapport sur la politique monétaire*.

Les risques qui planent sur la stabilité financière sont examinés à travers un prisme différent. Les risques que nous considérons sont ceux qui pourraient perturber le système financier ou lui nuire, c'est-à-dire les risques à la baisse, ou risques négatifs. Notre objectif premier est de déterminer la probabilité qu'ils se matérialisent et, si c'était le cas, leur effet sur les institutions financières et le fonctionnement des marchés.

La Banque analyse ces risques en profondeur deux fois par année dans la *Revue du système financier*, dont elle vient de publier la plus récente livraison il y a à peine deux jours.

Si nous abordons les deux groupes de risques sous des angles différents, nous prenons aussi en considération les interactions entre eux. Durant la pénible expérience de la crise récente, nous avons appris qu'en poursuivant la stabilité économique sans égard à la stabilité financière, on risque de ne réaliser ni l'une ni l'autre. Les deux sont nécessaires, mais aucune d'elles n'est suffisante en soi. Ce sont des éléments centraux complémentaires : l'une ne remplace pas l'autre.

Il s'ensuit naturellement qu'en tant que décideurs publics, nous envisageons les risques touchant la stabilité économique et la stabilité financière de façon intégrée. Le fait d'examiner les risques à travers deux prismes au lieu d'un seul nous permet d'approfondir notre compréhension des forces à l'œuvre.

Éviter la catastrophe

Permettez-moi d'illustrer mes propos à l'aide de deux exemples. Tous les jours, on m'interroge sur la possibilité, dans le contexte actuel, d'une inflation galopante ou d'une spirale déflationniste. De fait, il arrive parfois que ce soit la même

personne qui s'inquiète des deux! Ces risques se situent aux extrêmes de l'éventail des possibilités. Prenons-les l'un après l'autre.

L'inflation galopante

Parlons tout d'abord du risque d'inflation galopante. C'est ce que l'on a connu il y a quarante ans ici au Canada et dans la plupart des économies avancées. Les prix montaient en flèche, la croissance économique était faible et le chômage augmentait. Nous avions perdu la maîtrise de l'inflation. Les attentes d'inflation n'avaient plus de point d'ancrage, ce qui a poussé l'inflation observée à la hausse. Les taux d'intérêt étaient également élevés, mais l'épargne était érodée par le haut niveau de l'inflation.

Lorsque finalement la Banque du Canada a fait un effort déterminé pour regagner la maîtrise de l'inflation, notre économie est tombée dans une profonde récession.

Certains se demandent si la politique monétaire laxiste menée actuellement au Canada - ainsi que l'assouplissement quantitatif mis en œuvre dans d'autres pays - ne pourrait pas entraîner un résultat similaire. Leur crainte est que toute cette création de monnaie ne se traduise à la longue par une explosion de l'inflation.

Ils n'ont pas à s'inquiéter. La situation actuelle est différente de celle du début des années 1970. La détente monétaire aujourd'hui contrebalance les chocs graves et persistants issus de la crise qui exercent des pressions à la baisse.

Bien entendu, on peut se demander ce qui va se produire quand ces forces négatives vont s'estomper. Toute cette liquidité additionnelle risque-t-elle alors d'alimenter l'inflation? À cette question, je réponds que les banques centrales devront drainer cette liquidité additionnelle du système à un moment donné, à mesure que l'économie se rétablira. Je ne veux certes pas sous-estimer le défi qui consiste à en arriver à une sortie idéale, mais j'ai la conviction que nous avons la capacité d'empêcher l'inflation de s'envoler.

Bref, nous resterons vigilants. Nous sommes prêts à réduire la détente monétaire lorsqu'elle ne sera plus requise pour contrecarrer les forces qui tirent présentement l'inflation sous la cible. Mais, à l'heure actuelle, nous estimons qu'il faudra environ deux ans pour ramener l'inflation à la cible de 2 %.

La déflation

Passons maintenant au risque d'une déflation proprement dite. Tout comme dans le cas de l'inflation qui devient galopante, la déflation peut se transformer en spirale, mais descendante cette fois-ci. Les attentes perdent leur point d'ancrage et s'orientent vers le bas : les gens retardent leurs achats, car ils s'attendent à ce que les prix baissent dans l'avenir. La demande recule en même temps que les prix, alors que le fardeau de la dette sur l'économie s'alourdit.

Pendant la Grande Dépression, les prix à la consommation au Canada ont chuté de 25 %, et la production nationale a été réduite de près du tiers. Avec un taux de chômage qui atteignait 20 %, le coût humain était colossal. Le Japon a été aux prises avec une forme bénigne de trappe déflationniste au cours des vingt dernières années.

Ce que je décris est un processus de déflation touchant l'ensemble de l'économie, ce qui est très différent d'une situation où certains prix baissent à la faveur de gains de compétitivité dans une économie encore en plein essor.

Aujourd'hui, ce qui inquiète, c'est que même si les décideurs publics ont réussi à éviter une déflation à l'échelle mondiale dans la foulée de la crise de 2008, il existe encore un risque que l'inflation ne bascule en territoire déflationniste, car les contrecoups de la crise se font encore sentir. C'est, du moins en partie, pour contrer ce risque que les banques centrales de certains pays ont cherché à donner une impulsion additionnelle à leur économie en maintenant les taux d'intérêt très bas et en ayant recours à des politiques monétaires non traditionnelles comme l'assouplissement quantitatif.

L'histoire nous montre que la déflation survient habituellement à la suite d'une crise financière. Ce fut le cas pour la Grande Dépression de même qu'au Japon pendant la décennie 1990. La leçon la plus importante tirée de la crise est donc peut-être que la stabilité du système financier est cruciale pour maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible - et pour limiter le risque de tomber dans une trappe déflationniste.

La réaction des autorités : où la stabilité financière entre-t-elle en jeu?

C'est pourquoi les dirigeants du G20 ont lancé un programme de réforme en 2009 visant à rendre le système financier mondial plus robuste. En somme, nous ne voulons plus jamais revivre une telle situation. Depuis la crise, les banques centrales prêtent aussi une plus grande attention aux enjeux de stabilité financière. De fait, il s'agit pour nous d'un retour aux sources. De nombreuses banques centrales ont été créées principalement pour préserver la stabilité financière. C'est le cas de la Banque du Canada, qui a été fondée pendant la Grande Dépression.

Une réglementation et une surveillance efficaces constituent la première ligne de défense contre le développement de déséquilibres financiers. Au Canada, c'est le ministre des Finances qui est chargé en dernier ressort d'assurer la gestion du système financier. La réglementation relève du Bureau du surintendant des institutions financières; l'assurance-dépôts, de la Société d'assurance-dépôts du Canada; et la sensibilisation des consommateurs, de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada. La Banque du Canada apporte une contribution importante à cet effort d'équipe en évaluant les risques qui pèsent sur la stabilité financière.

Cette évaluation est aussi indispensable à la formulation de la politique monétaire mise en œuvre par la Banque, comme je l'ai mentionné plus tôt. Aujourd'hui, nous mettons l'accent en particulier sur les risques associés aux déséquilibres observés dans le secteur des ménages.

Permettez-moi de revenir un peu en arrière pour préciser ma pensée.

Au plus fort de la crise, même si notre système financier demeurait solide, nos exportations se sont effondrées, ce qui a provoqué une récession. Pour soutenir la croissance économique, nous nous sommes appuyés pour l'essentiel sur les

dépenses des ménages, favorisées par une politique monétaire exceptionnellement expansionniste.

Toutefois, cela suppose des compromis, beaucoup de compromis. Aujourd'hui, le plus évident est qu'une période prolongée de bas taux d'intérêt peut se traduire par la formation de déséquilibres dans le secteur des ménages. Au Canada, nous avons assisté à une hausse du niveau d'endettement des ménages, à une surévaluation du prix des maisons et à un surinvestissement dans le logement. Pour remédier à ces déséquilibres, le ministre des Finances a resserré les règles de l'assurance hypothécaire à quatre reprises, entre autres mesures, et le surintendant des institutions financières a durci les critères de souscription de prêts hypothécaires s'appliquant aux institutions bancaires canadiennes.

Par suite de ces mesures, les déséquilibres dans le secteur des ménages ont commencé à afficher une évolution constructive vers le milieu de l'année dernière. La croissance des emprunts des ménages a décéléré, et l'investissement résidentiel suit une trajectoire plus viable. Ces indicateurs se sont réinscrits en hausse, à notre avis principalement parce que les gens ont devancé leurs plans lorsque les taux hypothécaires ont commencé à monter pendant l'été. Nous prévoyons que ces déséquilibres vont se stabiliser puis se résorber graduellement dans les prochaines années.

Dans son scénario de référence, la Banque s'attend à un atterrissage en douceur dans le secteur du logement et à un redressement des exportations et des investissements. Cette évolution allégera la tension entre le bas niveau de la demande et les déséquilibres dans le secteur des ménages. Quoi qu'il en soit, les risques entourant ce scénario doivent être gérés.

Il existe un risque que les déséquilibres touchant le secteur des ménages continuent à s'intensifier et ouvrent la voie à une vive correction ultérieurement. Une telle correction présenterait un risque tant pour l'économie canadienne que pour notre système financier.

En formulant la politique monétaire actuelle, nous mettons en balance ce risque et celui que l'inflation baisse encore davantage en deçà de la cible. Cette zone d'équilibre est pertinente aujourd'hui et pour l'avenir, puisque nous prévoyons une diminution de ces deux risques au cours des deux prochaines années environ. Voilà pourquoi je vois la formulation de la politique monétaire comme un processus de gestion des risques.

La crédibilité compte

Notre régime flexible de ciblage de l'inflation nous donne la marge de manœuvre nécessaire pour faire face aux chocs inhabituels. Cela ne vaut que si les attentes sont bien ancrées : le public doit avoir la conviction que nous atteindrons la cible de 2 %. Notre engagement à l'égard de la cible d'inflation doit rester crédible.

La crédibilité est un trésor. Elle est acquise seulement au prix d'années de mise en œuvre d'une politique saine. Sans elle, on ne pourrait réaliser un niveau d'inflation bas et stable sans infliger à l'économie des coûts considérables à court terme, comme ce fut le cas au début des années 1980, alors que nous étions aux prises avec une inflation galopante.

La crédibilité doit être mise à profit de façon judicieuse. Nous la voyons comme un investissement. En nous appuyant sur notre crédibilité pour tirer parti de la flexibilité du régime de ciblage de l'inflation, nous nous attachons à maintenir en place des conditions financières stables qui viendront soutenir l'expansion de la capacité de production et le retour de l'économie à son plein potentiel. Au fur et à mesure que ce processus suit son cours, nous anticipons des gains futurs sous forme de crédibilité accrue.

Dans nos décisions de politique, nous ne pouvons pas tenir la crédibilité pour acquise, nous devons continuer à la gagner en veillant, d'abord et avant tout, à ce que la politique monétaire demeure axée sur le maintien de l'inflation à la cible.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. J'ai décrit comment nous gérons toute une série de risques liés à nos décisions de politique : nous évaluons les risques à travers deux prismes. Nous nous intéressons aux grands risques que constituent l'inflation galopante et la déflation et intervenons pour les réduire au minimum. Nous avons appris, à la dure, que la stabilité financière est une condition nécessaire à une inflation basse et stable, et nous nous employons ici au Canada et à l'échelle du globe à améliorer la résilience du système financier. Au moment de formuler la politique monétaire suivie actuellement, nous mettons en balance le risque que l'inflation ne baisse encore davantage en deçà de la cible et les risques d'aggravation des déséquilibres au sein du système financier.

Comme dirigeants de banque centrale, ici au pays et ailleurs dans le monde, nous sommes en terrain inconnu. Ce n'est pas sans rappeler ces marins d'une autre époque qu'une violente tempête avait fait complètement dévier de leur cap. Quand les choses se sont calmées, ils se sont retrouvés dans l'hémisphère Sud. Soudain, la carte de navigation à laquelle ils se fiaient - le ciel nocturne - avait totalement changé.

Nous avons tout lieu de croire que, une fois l'expérience de la crise derrière nous, les activités des banques centrales seront définies très différemment d'il y a tout juste cinq ans. Nous savons maintenant que la stabilité économique et la stabilité financière sont étroitement liées, et nous apprenons au fur et à mesure comment mieux intégrer les deux dans nos analyses et nos recherches, et dans notre politique.

Sur le plan technique, nous nous employons activement à construire de nouveaux modèles et à étoffer nos modèles existants. Nous passons plus de temps à parler à de vraies personnes qui prennent de réelles décisions économiques afin de mieux comprendre les forces auxquelles nous sommes confrontés. Et nous communiquons différemment, pas seulement davantage, mais en faisant preuve d'une plus grande transparence, compte tenu de l'incertitude qui nous entoure.

Je suis convaincu que nous nous en sortons assez bien, à la lumière de ce que nous savons et surtout de ce que nous ignorons. Tout comme ces marins en haute mer, nous allons nous adapter et prospérer - et rentrer à bon port.