



**Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
Empire Club of Canada
Toronto (Ontario)
8 décembre 2015**

Préparation prudente : l'évolution des politiques monétaires non traditionnelles

Introduction

Ce n'est un secret pour personne que les économistes adorent débattre, à un point tel qu'ils débattent souvent des mêmes choses encore et encore. Une vive discussion est en cours actuellement concernant la cause de la faiblesse décevante de la croissance à l'échelle mondiale.

Un éminent professeur d'économie de l'Université Harvard a dit un jour que l'économie américaine se dirigeait vers ce qu'il a qualifié de « stagnation séculaire ». Selon lui, de longues périodes de forte croissance n'étaient plus probables en raison d'une insuffisance chronique de la demande.

Je ne fais pas ici allusion à Lawrence Summers, qui appuie l'idée de la stagnation séculaire aujourd'hui. Je parle plutôt d'Alvin Hansen, qui a créé le terme en 1938, pendant la Grande Dépression.

Bien entendu, peu après que Hansen a publié ses vues sur le sujet, la croissance aux États-Unis a décollé dans un contexte d'essor des dépenses et de la demande lié à la Deuxième Guerre mondiale. Et la stagnation ne s'est pas manifestée à nouveau après la fin du conflit. Les États-Unis ont plutôt connu l'une des expansions les plus vigoureuses et les plus durables de l'histoire.

Que s'est-il passé? D'une part, les hypothèses de Hansen concernant la population ont changé, car l'après-guerre a été marqué par une hausse de l'immigration et un baby-boom. D'autre part, les progrès technologiques ont contribué à stimuler la croissance de la productivité. Mais c'est surtout la résurgence de ce que John Maynard Keynes qualifiait éloquemment d'« esprits animaux » qui a joué un rôle déterminant. Durant la Dépression, le pessimisme des consommateurs et des entreprises s'était généralisé. Une fois la confiance

Je tiens à remercier Stephen Murchison de l'aide qu'il m'a apportée dans la préparation de ce discours.

revenue, la demande refoulée a été débloquée et l'économie a renoué avec une croissance autosuffisante.

Les perspectives économiques actuelles

Ce bref rappel historique devrait nous aider à comprendre la situation mondiale actuelle. Bon nombre de pays, dont le Canada, se trouvent encore une fois aux prises avec les types de défis d'ordre démographique observés par Hansen dans les années 1930. Et nombreux sont ceux qui feraient valoir que les progrès technologiques sont moins susceptibles d'alimenter une croissance soutenue comme ce fut le cas dans les années 1950 et 1960. Summers et d'autres défenseurs de la stagnation séculaire avancent que le niveau auquel les taux d'intérêt doivent se situer pour ramener l'économie à son plein potentiel est inférieur à la valeur plancher du taux directeur. Ainsi, les banques centrales sont impuissantes à stimuler la demande suffisamment pour que l'offre excédentaire se résorbe.

D'autres, dont moi, ne sont pas d'accord avec cette affirmation. Il est vrai que les forces démographiques freinent la croissance de la main-d'œuvre, ce qui fait reculer le taux d'intérêt neutre au sein de l'économie et accroît le risque que la politique monétaire se retrouve sous la contrainte de la borne du zéro des taux d'intérêt. Cependant, il peut être très long de se remettre d'un choc tel que la crise financière mondiale, comme ce fut le cas dans les années 1930, le temps que les consommateurs et les entreprises assainissent leur bilan et reprennent confiance dans l'avenir. En somme, je considère ce processus comme cyclique et non séculaire, même si le cycle s'avère cette fois-ci plus long que d'habitude.

Mais surtout, je m'inscris en faux contre le terme « stagnation ». Les décideurs publics de partout dans le monde ont adopté des mesures visant à limiter les dégâts causés par la crise et à empêcher le pire. Nous avons renforcé notre architecture financière pour nous prémunir contre de nouvelles crises, et le système continue à s'ajuster. La croissance a été lente, mais pas inexistante. Un grand nombre de ces politiques demeurent en place, soutenant la croissance et évitant la stagnation, jusqu'à ce que les esprits animaux de Keynes, qui ont été écrasés ces sept dernières années, reprennent vie.

Peu importe votre opinion sur la question, il est évident que l'expansion dans les pays développés est plus lente maintenant qu'au cours des décennies précédentes, et la situation ne changera probablement pas. La raison en est que la croissance de la population ralentit, l'effet positif du baby-boom d'après-guerre étant en grande partie derrière nous. Toutefois, des progrès économiques peuvent encore être réalisés grâce aux technologies permettant d'accroître la productivité, qui par le passé ont déjoué les prévisions. En outre, il existe une pléthore de politiques structurelles pouvant faire augmenter la croissance tendancielle de l'économie, comme la libéralisation des échanges ou la réforme du marché du travail, qui font l'objet d'intenses débats au sein du G20.

Ainsi que nous l'avons indiqué dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire* (RPM), nous prévoyons que l'économie canadienne renouera avec une croissance positive au deuxième semestre de cette année et que le rythme annuel de l'expansion continuera à augmenter en 2016 et en 2017. Dans

ce contexte, les capacités excédentaires se résorberont au sein de l'économie, et l'inflation retournera à la cible de 2 % de façon durable, vers le milieu de 2017.

Jusqu'à présent, cette prévision semble se concrétiser, comme nous l'avons mentionné dans notre annonce sur le taux directeur la semaine dernière. En arrière-plan, toutefois, notre économie fait face à un ajustement long et complexe aux prix plus faibles des ressources, ajustement qui se poursuivra au cours des prochaines années. Alors que cet ajustement s'opère dans le secteur des ressources, les secteurs hors ressources devraient continuer de gagner en vigueur, à la faveur de l'amélioration de la tenue des exportations. Cette évolution sera suivie par une hausse des investissements, une croissance de la population d'entreprises et une tendance plus constante de la création d'emplois. Le processus d'ajustement est facilité par l'économie américaine plus forte, un dollar canadien plus faible et des taux d'intérêt bas.

Les risques entourant ces perspectives sont relativement équilibrés, c'est-à-dire que certaines évolutions pourraient être décevantes et d'autres dépasser les attentes. Du côté des risques à la baisse, la faiblesse des économies émergentes, comme le Brésil et la Chine, pourrait se révéler plus prononcée qu'anticipé, ou les prix des produits de base pourraient reculer encore davantage, sous l'effet d'une nouvelle offre. Du côté des risques à la hausse, cependant, il est possible qu'à mesure que le dynamisme renforcera la confiance des consommateurs et des entreprises, nous observions une reprise synchronisée, non seulement au Canada, mais aussi aux États-Unis, ce qui accélérera la croissance. Ce facteur est important pour les cycles économiques, pourtant, intrinsèquement, il est impossible à prévoir.

Le processus d'élaboration de la politique monétaire comporte un grand nombre de ces éléments d'incertitude. C'est pourquoi la Banque l'a qualifié de gestion des risques. Nous ne nous contentons pas de déterminer l'issue la plus probable pour l'économie. Nous repérons aussi les principaux risques auxquels nous sommes confrontés, à la hausse comme à la baisse, et nous réfléchissons à la façon dont nous devrions réagir s'ils se matérialisaient. Bref, nous sommes payés pour nous inquiéter et pour être préparés. C'est là faire preuve de prudence, tout simplement.

On est donc parfaitement en droit de se demander quelle serait notre réaction dans le cas peu probable où l'économie subirait un autre choc négatif d'envergure, qui ferait dérailler complètement notre projection. Comme l'économie affiche déjà une croissance lente et que les taux d'intérêt sont déjà très faibles, il semblerait que notre marge de manœuvre soit très mince. De fait, le taux directeur de la Banque se situe aujourd'hui à 0,5 %, soit à seulement un quart de point de plus que le creux record touché en 2009, période sombre pour l'économie du globe. À l'époque, au plus fort de la crise financière, nous pensions que notre taux directeur s'établissait à sa valeur plancher et qu'il nous faudrait d'autres outils pour accentuer la détente monétaire.

Par conséquent, la Banque a expliqué la façon dont elle mettrait en œuvre des politiques non traditionnelles, dans une annexe de la livraison d'avril 2009 du RPM. Depuis, nous nous sommes penchés sur notre expérience et avons observé comment d'autres banques centrales ont mené leurs propres politiques

non traditionnelles. Nous avons mis à jour ce document, que nous publions dans notre site Web aujourd’hui.

Je vais exposer ces politiques en détail, mais auparavant, je dois absolument préciser deux choses. Premièrement, mes propos d’aujourd’hui ne doivent aucunement être perçus comme une indication que nous comptons mettre en œuvre ces politiques. Je le répète, notre scénario de référence prévoit un retour de l’économie canadienne à son plein potentiel vers le milieu de 2017, et les risques entourant les perspectives sont relativement équilibrés. Nous n’avons pas besoin de politiques non traditionnelles à l’heure actuelle et nous ne nous attendons pas à devoir les utiliser. Toutefois, c’est faire preuve de prudence que d’être prêts à toute éventualité.

Deuxièmement, je tiens à souligner que tout n'est pas dit au sujet des politiques non traditionnelles avec le cadre que nous publions aujourd’hui. Le processus d'ajustement de l'après-crise se poursuit, et les banques centrales tirent encore des enseignements de l'expérience. Les pratiques optimales continueront à évoluer.

La boîte à outils de la banque centrale

Alors, qu'y a-t-il dans la boîte à outils de la banque centrale lorsque les taux d'intérêt sont déjà très faibles? Permettez-moi de vous rappeler certains principes clés guidant le recours aux politiques non traditionnelles. Ils n'ont pas changé depuis 2009.

Quelle que soit la situation, le principal objectif de la Banque demeurera l'atteinte de la cible d'inflation. Et parce que nous voulons que nos politiques soient aussi efficaces que possible, nous concentrerions l'utilisation de nos outils sur des secteurs ou des marchés précis, tout en visant à réduire le plus possible les distorsions inutiles sur les marchés. Enfin, nous mènerions les opérations avec rigueur afin de limiter au maximum les risques liés à notre bilan.

Indications prospectives

Le premier outil dont je parlerai en est un que de nombreuses banques centrales ont utilisé avec succès, à savoir les indications prospectives. J'entends par « indications prospectives » plus que des phrases toutes faites dont la banque centrale pourrait se servir pour faire connaître la direction attendue du prochain mouvement des taux. Je fais référence à des énoncés comme l'engagement conditionnel que nous avons pris en 2009 – lorsque nous nous sommes engagés à laisser le taux directeur inchangé pendant un an, sous réserve des perspectives de l'inflation.

Les indications prospectives peuvent faire baisser les taux d'intérêt à long terme en signalant aux investisseurs que le taux directeur demeurera à un niveau donné plus longtemps que prévu auparavant. Elles procurent également une plus grande certitude quant à la trajectoire des taux d'intérêt à court terme, réduisant ainsi la prime de risque incorporée aux taux à long terme. En abaissant l'ensemble de la courbe de rendement, cette mesure touche une gamme élargie d'emprunteurs, ce qui contribue à stimuler la demande dans l'économie et à pousser la production et l'inflation à la hausse.

Pour que les indications prospectives soient véritablement efficaces, elles doivent être crédibles. Lorsque nous avons pris notre engagement conditionnel, les deux mots, « engagement » et « conditionnel », étaient importants. Nous avons appuyé notre engagement en offrant du financement à plus d'un jour au taux du financement à un jour pendant toute la période. Et nous avons souligné à maintes reprises que cet engagement était conditionnel aux perspectives de l'inflation. En fin de compte, nous avons relevé les taux d'intérêt des semaines avant que la période de l'engagement soit écoulée parce que nous observions des signes que l'inflation retournaît à sa cible plus rapidement qu'escompté. Ce caractère conditionnel montre bien que l'atteinte de la cible d'inflation demeure la mission première de la Banque.

Comme je l'ai mentionné précédemment, les indications prospectives comportent des coûts. Elles créent des distorsions dans le traitement de nouvelles informations par le marché en éliminant certains types d'incertitude. Cet effet concentre la position du marché d'un côté de l'éventail des résultats possibles. La fin des indications prospectives marque le retour à un marché bidirectionnel et rétablit la capacité de celui-ci d'absorber la volatilité économique et financière, qui est naturelle.

Achats massifs d'actifs

Les achats massifs d'actifs sont un autre outil que la Banque a décrit en 2009, mais sans jamais l'utiliser. J'insiste sur le terme « massifs », car la banque centrale procède à des achats d'actifs dans le cours normal de ses activités : c'est ainsi que le bilan de la banque croît parallèlement à l'économie et permet la distribution d'un stock croissant de billets de banque.

Les achats massifs d'actifs, qu'on appelle souvent « assouplissement quantitatif », supposent que la banque centrale crée de nouvelles réserves dont elle se sert pour acheter auprès du secteur privé de grandes quantités de titres, comme des obligations d'État ou des actifs privés, notamment des titres adossés à des créances hypothécaires et des obligations de sociétés.

De tels achats ont trois effets. Premièrement, ils créent de nouvelles liquidités dans le système bancaire, ce qui peut augmenter l'accès au crédit si le système s'est resserré, permettant ainsi aux entreprises et aux ménages de continuer à prendre des décisions d'achat et de soutenir la croissance économique.

Deuxièmement, les achats massifs d'actifs ont tendance à réduire les taux d'intérêt sur les actifs achetés et sur d'autres types de dette de durée similaire, ce qui, dans les faits, aplatis la courbe de rendement et ramène les taux d'intérêt à long terme plus près des taux à court terme. Comme dans le cas des indications prospectives, ce mouvement peut accentuer l'influence de la baisse des taux directeurs, qui s'étend alors à une gamme élargie d'emprunteurs et, du coup, dynamise la croissance économique. Parallèlement, une augmentation des prix des actifs peut créer un « effet de richesse », qui peut aussi stimuler les dépenses et la confiance.

Troisièmement, ces achats ont tendance à exercer des pressions à la baisse sur le taux de change en renforçant les attentes du marché à l'égard d'un profil plus bas des taux d'intérêt à plus longue échéance. Cette réaction peut accroître davantage la demande globale, grâce à une hausse des exportations ou, plus

simplement, parce que les exportations existantes génèrent des revenus plus élevés en monnaie locale.

Tous ces effets peuvent se produire alors même que le taux directeur de la banque centrale reste inchangé. Plusieurs grandes banques centrales ont utilisé cet outil depuis la crise, dont la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque d'Angleterre, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon. Leur expérience montre que cet outil peut être un moyen efficace d'étendre l'influence de la banque centrale très loin sur la courbe de rendement.

Financement du crédit

Le financement du crédit est un troisième outil de politique monétaire non traditionnel élaboré depuis 2009. L'idée est de s'assurer que des secteurs importants sur le plan économique continuent d'avoir accès à du financement même quand l'offre de crédit est compromise. Dans ce cas, la banque centrale offrirait du financement garanti à un taux bonifié dans la mesure où les banques respectent des objectifs précis en matière d'octroi de prêts. La Banque d'Angleterre et le Trésor britannique ont mis en place un programme de ce genre en 2012. Il était conçu pour encourager l'octroi de prêts aux ménages et aux entreprises à un moment où les banques étaient aux prises avec une hausse des coûts de financement, ce qui faisait que les emprunteurs ne tiraient pas pleinement profit des bas taux d'intérêt.

La Banque du Canada n'a jamais recouru au financement du crédit, mais au plus fort de la crise, le gouvernement a instauré le Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés. Dans le cadre de ce programme, la Société canadienne d'hypothèques et de logement a acheté des prêts hypothécaires assurés aux bailleurs de fonds afin que leur bilan leur permette d'octroyer de nouveaux prêts hypothécaires. Ce programme visait clairement un segment du marché dont le fonctionnement risquait d'être compromis, et poursuivait donc un objectif similaire à celui du financement du crédit.

Taux d'intérêt négatifs

Les taux d'intérêt négatifs sont le quatrième outil de politique monétaire non traditionnel que je souhaite aborder, et dont vous avez beaucoup plus entendu parler récemment. En 2009, la Banque a déclaré ne pas pouvoir abaisser son taux directeur en deçà de 0,25 %, parce qu'elle croyait que des taux d'intérêt nuls ou négatifs seraient incompatibles avec certains marchés, comme les fonds du marché monétaire. C'était une opinion répandue à l'époque.

Depuis, nous avons été témoins de l'expérience de plusieurs banques centrales, comme la BCE et la Banque nationale suisse, qui ont adopté des taux directeurs négatifs. Dans ces régions, les marchés financiers ont été en mesure de s'adapter et de continuer à fonctionner. Au vu de ce constat et d'autres évolutions, la Banque a maintenant tout lieu de croire que les marchés financiers canadiens pourraient eux aussi fonctionner dans un contexte de taux d'intérêt négatifs.

Permettez-moi d'ouvrir une parenthèse pour répondre à une question évidente. Pourquoi accepterait-on un rendement nominal négatif quand on peut tout simplement conserver son argent en espèces et bénéficier d'un taux de

rendement nul? Une partie importante de la réponse tient au fait que la détention de monnaie, surtout en grande quantité, comporte des coûts, et que ces coûts influent sur la valeur plancher. Compte tenu de ces coûts, notamment d'entreposage, d'assurance et de sécurité, la banque centrale peut imposer des taux négatifs sur les dépôts des banques commerciales sans provoquer une flambée de la demande de billets de banque.

Le mois dernier, la Banque a publié un document d'analyse du personnel dans lequel sont examinés ces coûts et les avantages des paiements électroniques sur le plan de la commodité, ainsi que l'expérience des autres pays. Nous sommes maintenant d'avis que la valeur plancher du taux directeur du Canada se situe autour de moins 0,5 %, mais elle pourrait être un peu plus élevée ou un peu plus basse. Il semble donc que nous disposons d'une plus grande marge de manœuvre pour faire face aux chocs négatifs que nous le pensions en 2009. Nous continuerons de suivre l'expérience des autres pays – par exemple, le taux directeur de la Suisse s'établit actuellement à moins 0,75 % – et nous considérerons les ajustements qui pourraient devoir être apportés au cadre opérationnel de la Banque, s'il y a lieu.

En somme, une fois que les taux d'intérêt touchent des niveaux très bas, la banque centrale dispose encore d'outils importants dont elle peut se servir dans la poursuite de sa cible d'inflation : elle peut communiquer des indications prospectives aux marchés financiers afin d'améliorer l'efficacité de la politique monétaire, procéder à des achats massifs d'actifs, recourir au financement du crédit et abaisser les taux d'intérêt à court terme sous zéro.

Qu'avons-nous appris d'autre?

Nous avons tiré certaines autres leçons au sujet des politiques non traditionnelles au cours des dernières années. J'en mentionnerai quelques-unes.

L'une de ces leçons porte sur le choix de l'outil à utiliser et le moment où il convient de s'en servir. Lorsque nous avons publié notre cadre de conduite de politiques non traditionnelles en 2009, un ordre implicite était prévu pour les diverses mesures. Les indications prospectives ont d'abord été mises à l'essai, l'assouplissement quantitatif et les autres outils étant gardés en réserve au cas où elles s'avéraient insuffisantes. Mais nous avons appris depuis qu'il ne devrait pas y avoir d'ordre prédéterminé. L'efficacité de chacun des outils dépendra de la situation. Il s'agira donc de choisir le bon outil au bon moment. En outre, les diverses mesures peuvent se renforcer mutuellement lorsqu'elles sont utilisées conjointement; il n'est donc pas très logique de s'engager à les mettre en œuvre dans un ordre particulier.

Nous avons également appris de l'expérience à l'échelle mondiale que les politiques monétaires non traditionnelles peuvent certes contribuer à stimuler l'économie, mais qu'elles peuvent avoir une influence limitée. Prenons par exemple les taux négatifs. Même si nous sommes maintenant d'avis que l'on peut pousser les taux d'intérêt sous zéro, il existe encore une valeur plancher. Nous ne pouvons donc pas nous montrer désinvoltes quant à l'ampleur de la marge de manœuvre dont nous disposons encore. De plus, certains signes montrent que les consommateurs et les entreprises réagissent moins aux baisses de taux d'intérêt lorsque ceux-ci sont déjà très faibles. Et il apparaît que

c'est aussi le cas quand leur niveau de confiance est bas et qu'ils tentent de réduire leur dette. Peu d'entre vous s'en surprisez, j'en suis sûr.

Parallèlement, il n'est pas exagéré de dire que l'on est encore à tester les limites des achats massifs d'actifs. Nous améliorons notre compréhension de cet outil en observant l'utilisation qu'en font les autres économies, y compris la façon dont elles mettront fin à leurs programmes et appliqueront leurs stratégies de désengagement.

Essentiellement, les économistes savent depuis longtemps que l'efficacité de la politique monétaire a ses limites une fois que les taux d'intérêt se situent à des niveaux très bas. Comme Keynes l'a indiqué alors que la Grande Dépression sévissait, la politique budgétaire a tendance à être plus puissante que la politique monétaire dans ces circonstances extrêmes. Cela peut sembler paradoxal, mais les circonstances dans lesquelles il peut être approprié d'envisager des politiques monétaires non traditionnelles sont les mêmes que celles où la politique budgétaire a tendance à être le plus efficace. Malgré tout, il convient de souligner que la politique monétaire peut encore apporter une contribution appréciable dans ces conditions extrêmes, parallèlement aux politiques budgétaire et structurelles, pour rétablir la croissance et atteindre nos cibles d'inflation.

Je me dois d'aborder une dernière leçon : les taux d'intérêt très faibles – et les outils de politique monétaire non traditionnels pouvant être utilisés pour accroître leur incidence – ont tendance à créer des déséquilibres financiers susceptibles de s'accentuer avec le temps. Il faut accepter ces risques s'il advenait que le risque à la baisse pesant sur l'économie se matérialise et, de ce fait, aggrave encore plus la situation. Cependant, les décideurs publics doivent prendre en compte les effets dynamiques de ces déséquilibres financiers grandissants sur les conditions futures de l'économie, et il s'agit là d'une tâche véritablement complexe.

Conclusion

Voici venu le temps pour moi de nous ramener au présent et de conclure. Dans un monde où de nombreuses économies continuent de recourir à des politiques monétaires non traditionnelles, les perspectives du Canada sont encourageantes. La baisse du dollar canadien et les modifications du taux directeur opérées plus tôt cette année portent leurs fruits, et il faudra un certain temps avant que leurs effets se fassent pleinement sentir. L'économie croît encore dans son ensemble – même si le secteur des ressources doit composer avec des prix plus bas –, car les secteurs hors ressources gagnent en vigueur. Tout ce processus prend plus de temps que nous l'avions imaginé en 2008, mais nous estimons que notre économie peut renouer avec son plein potentiel, et l'inflation revenir à la cible de façon durable, vers le milieu de 2017.

À la lumière de ces perspectives, il peut sembler bizarre que nous ayons décidé maintenant de mettre à jour notre boîte à outils de politiques monétaires non traditionnelles. J'espère sincèrement que nous n'aurons jamais à nous en servir. Toutefois, dans un monde marqué par l'incertitude, la banque centrale doit être prête à toute éventualité. À la Banque du Canada, nous continuerons à surveiller le fonctionnement de ces politiques dans les autres économies et ajusterons

notre réflexion, le cas échéant. Bref, si jamais le besoin s'en fait sentir, nous serons prêts.