



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours prononcé par Timothy Lane**  
**sous-gouverneur à la Banque du Canada**  
**HEC Montréal**  
**Montréal (Québec)**  
**8 février 2016**

# **Politique monétaire et stabilité financière : à la recherche des bons outils**

## **Introduction**

Je vous remercie de votre aimable invitation à venir prendre la parole devant vous. Je me propose aujourd'hui d'examiner la question suivante : au moment de prendre ses décisions de politique monétaire, la banque centrale doit-elle tenir compte de la stabilité du système financier et, dans l'affirmative, comment? C'est une question à laquelle nous sommes confrontés à la Banque du Canada, et qui fait l'objet de débats parmi les économistes et les décideurs publics partout dans le monde.

Le sujet n'est pas nouveau, mais il paraît maintenant plus urgent que jamais de trouver la bonne réponse. La crise financière mondiale qui a débuté il y a huit ans a eu des conséquences néfastes énormes, à la fois sur le plan économique et, surtout, sur le plan humain. Dans toutes les régions du globe, y compris au Canada, la crise a fait place à une période de croissance économique et d'inflation inférieures à la moyenne, qui se poursuit à ce jour.

Dans ce contexte, on comprend aisément pourquoi favoriser la stabilité financière – et prévenir de nouvelles crises – revêt une telle importance aux yeux des dirigeants du globe et de tous les acteurs du système financier. C'est d'ailleurs ce qui a donné lieu à un vaste et ambitieux programme de réformes destiné à rendre le système financier mondial plus résilient.

Mais en réfléchissant aux moyens de prévenir les crises financières, il est naturel que l'on se penche aussi sur la politique monétaire. Après tout, lorsque la banque centrale influe sur le coût du financement par les modifications qu'elle apporte au taux directeur, ses interventions se répercutent sur l'économie en faisant varier les prix des actifs, en encourageant ou en décourageant la prise de risque, et en agissant sur les flux de crédit. Il semble donc que la politique monétaire ait la capacité d'influer sur la stabilité financière, pour le meilleur ou pour le pire.

Je tiens à remercier Don Coletti et Oleksiy Kryvtsov de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 8 février 2016  
à 11 h 50, heure de l'Est

Si la banque centrale assouplit sa politique monétaire, elle stimule l'économie, principalement en incitant les ménages et les entreprises à emprunter davantage et en faisant augmenter les prix de nombreuses catégories d'actifs financiers. Ces emprunts additionnels, conjugués à la richesse accrue résultant de la hausse des prix des actifs, encouragent les ménages à accroître leurs dépenses, ce qui engendre des revenus pour d'autres ménages et crée des débouchés pour les entreprises. Mais, du même coup, cet endettement supplémentaire et le renchérissement des actifs peuvent faire naître des vulnérabilités au sein du système financier.

Au Canada, durant la période écoulée depuis la crise financière mondiale, les vulnérabilités les plus préoccupantes se sont situées dans le secteur des ménages – notamment la combinaison de l'endettement croissant et des prix élevés des logements. Une gamme élargie de vulnérabilités, dans plus d'un secteur, a cependant joué un rôle important dans la création des conditions préalables aux crises précédentes. Par exemple, la prise de risque accrue chez les investisseurs et le fort levier d'endettement dans les grandes institutions financières et dans les activités bancaires parallèles ont, entre autres facteurs, transformé un ralentissement du marché américain des prêts hypothécaires à risque en une crise financière mondiale.

Bien qu'il soit normal qu'un assouplissement de la politique monétaire entraîne une légère accentuation de ces vulnérabilités, celles-ci peuvent devenir particulièrement préoccupantes si les taux d'intérêt demeurent bas durant une période inhabituellement longue. En présence de pareilles vulnérabilités, un événement tel qu'un choc macroéconomique défavorable est susceptible de soumettre le système financier à des tensions ou même de déclencher une crise.

Puisque la politique monétaire peut contribuer aux vulnérabilités financières, on pourrait aussi faire valoir qu'il est possible d'ajuster la première de façon à limiter les secondes. Il est impossible toutefois de considérer la question de savoir s'il y a lieu de le faire, et comment, sans tenir compte du mandat de la banque centrale. Depuis un quart de siècle, la Banque du Canada est chargée de conduire la politique monétaire de manière à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, objectif qui a pris la forme concrète d'une cible d'inflation de 2 %. Il s'agit là de notre mission première, et celle-ci oriente nos décisions concernant l'établissement du taux directeur. L'impossibilité de maintenir la stabilité financière nuirait en définitive à notre capacité d'atteindre la cible d'inflation, mais il est généralement admis que nous devrions viser à ramener l'inflation à la cible de façon durable dans un délai d'environ deux ans.

Dans le cadre de ce régime, l'évolution du système financier fait toujours partie des discussions sur les mesures monétaires à adopter, en raison de son importance pour l'économie réelle et, en particulier, de la transmission des effets de la politique monétaire.

Il est à noter que notre régime de ciblage de l'inflation nous offre une certaine latitude : nous pourrions consentir à ramener l'inflation à la cible plus lentement, si cela s'avérait nécessaire pour éviter des incidences néfastes sur la stabilité financière. Mais il est entendu que nous n'userions de la souplesse permise par ce régime qu'à de rares occasions, voire jamais.

Il ne faut pas en conclure pour autant que notre cadre d'action est immuable. Selon la loi qui la régit depuis 1935, la Banque doit « réglementer le crédit et la monnaie dans l'intérêt de la vie économique de la nation ». Les moyens mis en œuvre pour répondre à cette exigence ont changé au fil des ans. Le régime de ciblage de l'inflation a été instauré au Canada en 1991 en vertu d'une entente conclue avec le gouvernement fédéral, que nous renouvelons tous les cinq ans. Nous nous préparons d'ailleurs en vue du prochain renouvellement, qui aura lieu plus tard cette année. Ce processus nous donne l'occasion de réexaminer notre mandat et d'envisager d'autres façons de faire. À cet égard, la stabilité financière et son lien avec la politique monétaire figurent au premier plan de notre programme de recherche actuel.

J'aimerais profiter du temps dont je dispose pour expliquer en quoi notre réflexion sur les interactions entre la politique monétaire et la stabilité financière a évolué, vous parler de quelques travaux de recherche intéressants menés récemment par notre personnel et aborder certaines questions qu'il reste encore à résoudre.

### **La stabilité financière : hier et aujourd'hui**

Je commencerai en rappelant que les banques centrales ont toujours joué un rôle dans le maintien de la stabilité du système financier. Certains de nos outils relèvent de la gestion de crise et d'autres, de la prévention de crise.

Lorsque le système financier est sous tension, la banque centrale peut calmer les marchés financiers au moyen d'opérations d'open market ou agir comme prêteur de dernier ressort auprès des institutions financières afin de prévenir une ruée sur les banques. Ces outils ont été utilisés avec efficacité par de nombreuses banques centrales durant la crise financière mondiale de 2007-2009.

Certaines des activités de la Banque du Canada liées au système financier sont aussi destinées, en partie, à rendre ce dernier moins sujet aux crises. Citons, par exemple, la surveillance des principales infrastructures de marchés financiers telles que les systèmes de paiement et les contreparties centrales. Cette surveillance vise le renforcement de leur gestion des risques afin qu'elles puissent assurer le fonctionnement ininterrompu des marchés financiers en période de tensions.

Plus globalement, les banques centrales sont bien placées pour analyser les vulnérabilités systémiques et la façon dont celles-ci pourraient se manifester. C'est dans cette optique qu'en 2002, la Banque du Canada a commencé à publier, deux fois par an, sa *Revue du système financier*, afin de mettre en lumière les principaux risques pesant sur le système financier canadien.

Mais la Banque du Canada n'est que l'un des organismes officiels dont les politiques influent sur la stabilité financière. D'autres contrôlent un grand nombre des outils pertinents, dont les exigences de fonds propres, la réglementation du financement du logement, les règles régissant la conduite sur les marchés financiers et le cadre de résolution des institutions financières. L'analyse des vulnérabilités et des risques émergents qu'effectue la Banque peut contribuer à éclairer les décisions de ces autres organismes.

C'est dans ce contexte que nous examinons la question que j'ai soulevée au début de mon discours, soit le rôle que peut jouer la politique monétaire pour soutenir la stabilité financière.

Si le maintien de conditions financières stables a pu être considéré comme relevant de la politique monétaire, il n'en a plus été ainsi à la suite de la période de forte inflation qu'ont connue le Canada et de nombreux autres pays avancés dans les années 1970 et 1980. Cette situation, ainsi que d'importants travaux de recherche sur la politique monétaire, a convaincu les économistes que le maintien de la stabilité des prix constituait la meilleure – voire la seule – contribution que la politique monétaire puisse apporter pour favoriser la prospérité économique et financière d'un pays.

Le régime de ciblage de l'inflation dont nous disposons aujourd'hui découle directement de cette expérience. Les cibles d'inflation ont réussi à maintenir la stabilité des prix, car elles fournissent à tous un moyen simple de comprendre la politique monétaire et, avec le temps, finissent par créer un cercle vertueux dans lequel l'inflation observée et les anticipations d'inflation se renforcent mutuellement.

L'un des principes fondamentaux sur lesquels repose ce régime veut qu'une banque centrale n'emploie le taux directeur que pour contrer les risques pesant sur l'inflation. Si elle tente d'atteindre d'autres objectifs potentiellement contradictoires, tels que maintenir le chômage à un niveau artificiellement bas ou restreindre la volatilité sur les marchés financiers, sa crédibilité pourrait s'éroder, le cercle vertueux se rompre et l'inflation redevenir imprévisible.

La question de savoir si les banques centrales peuvent se servir de la politique monétaire pour favoriser la stabilité financière en plus de la stabilité des prix a refait périodiquement surface. On l'a souvent formulée sous l'angle de l'utilisation de la politique monétaire pour prévenir ou dégonfler les bulles spéculatives – voire pour atténuer l'exubérance irrationnelle des marchés boursiers. Mais la question est en fait plus générale, et concerne l'utilisation de la politique monétaire pour contrer un accroissement excessif du levier d'endettement au sein de l'économie.

Repérer de tels déséquilibres financiers n'est pas aussi simple qu'il y paraît, et l'on estimait qu'employer la politique monétaire pour y remédier était susceptible de détourner l'attention du ciblage de l'inflation. En outre, durant la Grande Modération, ces déséquilibres n'étaient pas perçus comme un obstacle sérieux à la stabilisation de l'économie. Devant le choix entre « prévenir ou guérir » – à savoir entre contrer les déséquilibres financiers émergents, en maintenant les taux d'intérêt plus élevés que ce ne serait le cas sinon, ou réparer les dégâts, en adoptant des mesures de relance, si les risques venaient à se matérialiser –, les banquiers centraux, à l'époque, s'accordaient généralement à dire qu'il serait préférable de guérir.

La crise financière mondiale a fait voler ce consensus en éclats. Contrairement aux épisodes récents, la crise a en effet pris naissance dans les systèmes financiers les plus évolués du monde et provoqué des ravages économiques étendus. Elle a fait souffler des vents contraires puissants et persistants sur la

croissance économique, et entravé grandement les efforts déployés par les banques centrales pour ramener l'inflation à la cible.

Après ce violent rappel à l'ordre, les économistes se sont mis à réexaminer le rôle que joue peut-être la politique monétaire dans la création des conditions préalables à une crise.

À la lumière des données historiques, on peut raisonnablement conclure que peu de crises, sinon aucune, ont été causées exclusivement par la politique monétaire. La crise financière mondiale, tout comme le krach de 1929, était également tributaire de lacunes réglementaires généralisées et d'autres faiblesses dans un certain nombre de pays<sup>1</sup>. Il est toutefois probable que la politique monétaire ait, à tout le moins, contribué à encourager l'accroissement du levier d'endettement et la hausse des prix des actifs au sein d'un système financier fragile. La nature et l'importance de cette contribution dans la période qui a précédé ces crises et d'autres font actuellement l'objet de recherches et de débats<sup>2</sup>.

### **Arbitrages**

Or donc, la politique monétaire peut-elle cibler l'inflation tout en favorisant la stabilité financière? C'est une question que l'on peut aborder en deux temps. En premier lieu, considérons une situation où la politique monétaire est le seul outil disponible pour favoriser à la fois la stabilité macroéconomique et la stabilité financière. Nous examinerons ensuite comment la politique monétaire pourrait compléter d'autres politiques qui agissent plus directement sur le système financier.

Notons d'abord que le ciblage de l'inflation et la stabilité financière sont parfois complémentaires. Par exemple, si l'économie tourne au-dessus de son potentiel, créant ainsi des pressions inflationnistes, tandis que des vulnérabilités financières s'accumulent, un resserrement de la politique monétaire est alors de rigueur, que l'on adopte le point de vue du ciblage de l'inflation ou celui de la stabilité financière. En rétrospective, il semble que cela ait été le cas dans de nombreux pays durant la période qui a précédé la crise financière mondiale de 2007-2009 (**Graphique 1**, voir « Scénario 1 »).

Ce graphique présente les estimations du Fonds monétaire international concernant les écarts de production et les écarts du ratio crédit/PIB par rapport à sa tendance de long terme, au cours de cette période. Ces estimations sont bien évidemment imprécises, mais elles donnent néanmoins à penser que dans la plupart de ces pays, le ciblage de l'inflation et la stabilité financière constituaient des objectifs complémentaires, et non divergents.

Autre exemple : l'économie se trouve en récession, ou fonctionne en deçà de sa capacité, et le système financier traverse une phase de désendettement et de

---

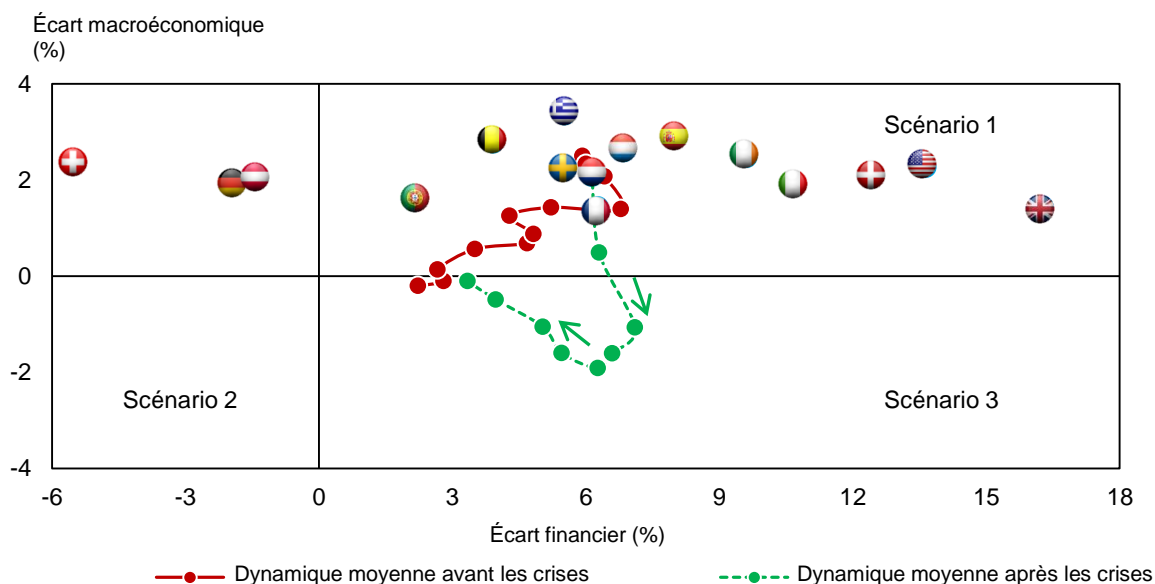
<sup>1</sup> Voir, par exemple, B. Eichengreen (2015), *Hall of Mirrors: The Great Depression, the Great Recession, and the Uses — and Misuses — of History*, New York, Oxford University Press.

<sup>2</sup> Voir, par exemple, M. K. Brunnermeier (2016), *Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives*, étude présentée dans le cadre des réunions hivernales de l'Econometric Society, San Francisco, 3 janvier.

prix bas des actifs (**Graphique 1**, voir « Scénario 2 »). En pareilles circonstances, il convient d'assouplir la politique monétaire, que ce soit dans un souci de maîtriser l'inflation ou d'assurer la stabilité financière. Je citerai à cet égard l'exemple des États-Unis au lendemain de la crise de 2007-2009 : les conditions monétaires expansionnistes ont permis d'amortir les effets de la crise sur l'économie et contribué au rétablissement d'un système financier défaillant.

Dans ces deux cas, il n'y a pas d'arbitrage à effectuer au regard de la politique monétaire. Il existe d'autres situations, cependant, où pourraient surgir des tensions entre les deux objectifs. Supposons ainsi que l'économie a subi un choc de demande étrangère négatif très persistant, telle une récession chez un important partenaire commercial, tandis que le système financier intérieur fonctionne bien (**Graphique 1**, voir « Scénario 3 »).

### Graphique 1 : Les déséquilibres macroéconomiques et financiers se sont accentués avant la crise financière mondiale



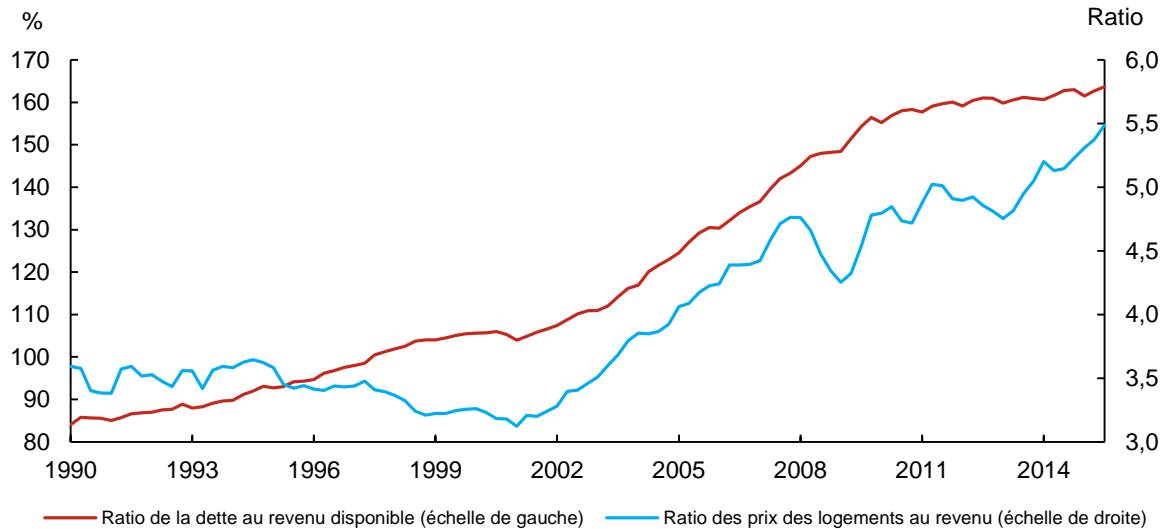
Nota : Données sur quelques économies avancées aux prises avec une crise bancaire en 2007 ou 2008. L'axe vertical illustre l'écart économique mesuré par la moyenne de l'écart de production estimé et de l'écart de l'inflation par rapport à la cible. L'axe horizontal illustre l'écart financier mesuré par la moyenne des écarts du ratio crédit/PIB et des prix réels des logements par rapport à leurs tendances de long terme.

Sources : Estimations du personnel du Fonds monétaire international (FMI). D'après un exposé présenté par Giovanni Dell'Ariccia à l'occasion d'un colloque tenu en décembre 2015 sous l'égide de la Banque de Corée et du FMI sur le thème du levier d'endettement en Asie.

Le ciblage de l'inflation exige alors un assouplissement de la politique monétaire pour soutenir l'activité économique et ramener l'inflation à la cible de façon durable. Mais, en même temps, cet assouplissement se répercuterait de manière disproportionnée sur les secteurs intérieurs fortement sensibles aux taux d'intérêt, comme le logement et d'autres biens de consommation durables, ce qui favoriserait l'accumulation de vulnérabilités financières. C'est la situation dans laquelle se trouve le Canada depuis sept ans, comme en témoignent le niveau croissant de l'endettement des ménages et les prix élevés des logements –

quoique, ainsi que je l'expliquerai plus tard, des mesures réglementaires aient servi à atténuer les risques pour le système financier (**Graphique 2**)<sup>3</sup>.

### **Graphique 2 : L'endettement des ménages et les prix des logements sont élevés par rapport au revenu disponible**



Sources : Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015T3

### **Que peut faire la politique monétaire?**

Compte tenu de la situation au Canada, nous avons axé nos recherches sur le scénario de faible demande et d'endettement élevé. Les études empiriques montrent qu'une accumulation de la dette des ménages au sein de l'économie accroît la probabilité d'une crise financière, et c'est pourquoi nous souhaitons comprendre les coûts et les avantages associés à la décision de contrer les déséquilibres financiers en resserrant la politique monétaire. Nos chercheurs ont eu recours à plusieurs des modèles économiques de la Banque pour examiner ces questions<sup>4</sup>.

Du côté des avantages, ils ont estimé qu'une hausse du taux directeur de la Banque de 1 point de pourcentage durant un an réduirait la dette réelle des

<sup>3</sup> Ces questions font maintenant l'objet d'un nombre croissant de travaux de recherche. Voir, entre autres : M. Woodford (2012), *Inflation Targeting and Financial Stability*, document de travail n° 17967, National Bureau of Economic Research; Fonds monétaire international (2015), *Monetary Policy and Financial Stability*, coll. « Staff Reports », septembre; M. Brunnermeier et Y. Sannikov (2014), *Monetary Analysis: Price and Financial Stability*, étude présentée au Forum de la BCE sur la banque centrale, mai.

<sup>4</sup> Ce sont le modèle d'analyse macroprudentielle et monétaire, le modèle TOTEM (*Terms-of-Trade Economic Model*) et le grand modèle empirique et semi-structurel (modèle LENS). Ces modèles sont décrits en détail dans les documents de recherche suivants : S. Alpanda, G. Cateau et C. Meh (2014), *A Policy Model to Analyze Macroprudential Regulations and Monetary Policy*, document de travail du personnel n° 2014-6, Banque du Canada; J. Dorich, M. Johnston, R. R. Mendes, S. Murchison et Y. Zhang (2013), *ToTEM II: An Updated Version of the Bank of Canada's Quarterly Projection Model*, rapport technique n° 100, Banque du Canada; O. Gervais et M.-A. Gosselin (2014), *Analyzing and Forecasting the Canadian Economy through the LENS Model*, rapport technique n° 102, Banque du Canada.

ménages de 2 % sur une période de cinq ans<sup>5</sup>. Toutes choses égales par ailleurs, une diminution de la dette des ménages réduit la vulnérabilité de l'économie et du système financier; les résultats, toutefois, portent à croire que la différence pourrait être minime. Du côté des coûts, cette même hausse du taux directeur pourrait provoquer un recul de la production pouvant atteindre 1 % et abaisserait l'inflation de 0,5 point de pourcentage par rapport à ce à quoi on aurait pu s'attendre sinon. Il va sans dire que la validité de ce constat, comme toutes estimations empiriques, dépend de la méthode utilisée, mais il convient de noter que l'on obtient des résultats concordants avec tous les modèles standards – et, de fait, des approches globalement semblables employées dans d'autres pays ont donné des résultats similaires.

Ces résultats donnent à penser que même si, en principe, la politique monétaire pourrait servir à réduire les vulnérabilités du système financier, en pratique les coûts seraient trop importants. Les taux d'intérêt influent sur l'ensemble de l'économie et ont de ce fait une action trop diffuse pour corriger un déséquilibre confiné au seul crédit aux ménages. Pour lutter contre un déséquilibre bien circonscrit, il faut un instrument bien ciblé.

L'analyse repose sur un certain nombre d'hypothèses quant à l'influence de la politique monétaire sur la dette et à l'incidence de la dette sur la stabilité financière. Le lien entre la politique monétaire et la stabilité financière pourrait cependant dépendre de la conjoncture économique du moment<sup>6</sup>. En outre, les phénomènes à l'origine de la création de cycles financiers, marqués par des épisodes d'accroissement insoutenable de la dette, des crises occasionnelles et des périodes de désendettement, ne sont pas bien appréhendés par les modèles standards<sup>7</sup>. D'autres travaux seront nécessaires avant que nous puissions tirer des conclusions définitives.

J'aimerais ici m'attarder sur un aspect fondamental de l'analyse, à savoir que la politique monétaire n'a d'incidence sur la stabilité financière que par ses répercussions sur la dette des ménages, même si elle influe sur de larges pans de l'économie réelle. Mais il nous faudrait aussi envisager le cas où l'influence de la politique monétaire sur la stabilité financière ne se limite pas à un secteur, comme dans le scénario que nous venons d'examiner, mais s'étend plus largement à diverses composantes du système financier. Dans ce cas-là, cette capacité de la politique de s'engouffrer dans toutes les brèches du système financier, pour paraphraser l'ancien gouverneur à la Réserve fédérale américaine Jeremy Stein, lui conférerait une influence plus profonde sur la stabilité financière<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> Ces valeurs sont reprises de l'étude de D. Goria, O. Kryvtsov et T. Takamura (à paraître).

<sup>6</sup> Cette question fait l'objet d'une analyse approfondie dans S. Alpanda et A. Ueberfeldt (à paraître).

<sup>7</sup> Des travaux d'élaboration de modèles intégrant certains de ces éléments sont en cours. Voir, entre autres : A. Auclert (2015), *Monetary Policy and the Redistribution Channel*, Université Princeton.

<sup>8</sup> J. C. Stein (2013), *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*, discours prononcé dans le cadre d'un symposium de recherche organisé par la Banque fédérale de réserve de St. Louis, St. Louis (Missouri), 7 février. Une conclusion analogue



Il conviendrait aussi de prendre en compte la double dimension des risques pesant sur la stabilité financière : la vulnérabilité sous-jacente et l'événement déclencheur qui pourrait provoquer la matérialisation d'un risque. Or, ces deux éléments sont intégrés à notre démarche axée sur la gestion des risques associée à la formulation de la politique monétaire.

Avec le temps, une politique monétaire expansionniste peut occasionner une accumulation des vulnérabilités. Nous avons ce souci en tête à la fin de 2013, à l'époque où l'inflation restait sous la cible de façon persistante : nous redoutions les risques à la baisse entourant l'inflation, mais nous avons décidé de ne pas assouplir davantage notre politique pour ne pas amplifier les phénomènes d'endettement croissant des ménages et de prix élevés des logements.

Par contre, ne pas assouplir les conditions monétaires quand l'économie ralentit peut accentuer la contraction de l'activité et causer une crise. Ce scénario constituait l'un des axes de notre réflexion au début de l'année dernière. L'économie canadienne était alors durement touchée par l'effondrement des prix du pétrole, et nous avons décidé d'abaisser notre taux directeur. Nous savions que cette décision pourrait aggraver les vulnérabilités liées à l'endettement des ménages, mais nous savions également qu'elle servirait à contrer le risque que la croissance ne s'essouffle et à réduire la probabilité que le choc des prix du pétrole ne déclenche la matérialisation de risques pour la stabilité financière.

### **Deux outils... ou trois?**

Comme l'analyse qui précède tend à le démontrer, le moins que l'on puisse dire, c'est que toute adaptation de la politique monétaire aux objectifs de stabilité financière est loin d'aller de soi.

Fort heureusement, la politique monétaire n'est pas le seul outil auquel les autorités peuvent recourir. S'y ajoutent les instruments macroprudentiels – des mesures réglementaires pouvant renforcer la solidité du système financier dans son ensemble, et non seulement celle d'institutions financières considérées individuellement.

Les outils macroprudentiels peuvent être utilisés à deux fins. La première : accroître durablement la résilience du système financier. Pour ne donner qu'un exemple, les autorités de réglementation peuvent fixer en tout temps un plafond aux ratios prêt/valeur pour les prêts hypothécaires, afin que toute correction des prix des logements soit moins susceptible de créer des tensions dans le système financier. Un système plus résilient facilite la gestion des enjeux de stabilité financière dont il a été question jusqu'à présent.

Les autorités pourraient aussi, en principe, calibrer les instruments macroprudentiels de façon à lisser les cycles financiers, autrement dit durcir ces mesures lorsque le recours au levier d'endettement augmente et que la prise de risque s'accroît, et les assouplir quand survient le retournement du cycle. Ainsi, les autorités de réglementation peuvent abaisser les ratios prêt/valeur lorsque

des signes indiquent une intensification des vulnérabilités dans le secteur des ménages. Mentionnons aussi le volant de fonds propres contracyclique mis en place dans le cadre de la réforme des exigences de fonds propres de Bâle III.

Ces mesures contracycliques sont conçues, entre autres, pour limiter les interactions négatives entre les prix des actifs et la croissance du crédit, interactions qui peuvent donner lieu au genre d'excès financiers constituant un terreau fertile pour l'éruption d'une crise. Il faut dire cependant que la capacité des mesures contracycliques à atténuer les cycles financiers est loin d'avoir été suffisamment éprouvée à ce stade-ci pour que l'on puisse tirer quelque conclusion quant à leur efficacité réelle.

Les changements apportés ces huit dernières années aux règles qui régissent le financement hypothécaire au pays intègrent un ensemble de ces éléments. Quand le gouvernement a resserré graduellement les exigences de mise de fonds et durci d'autres règles, il l'a fait en partie pour diminuer l'exposition des contribuables au secteur du logement à plus ou moins long terme, mais aussi pour limiter l'accumulation en cours des vulnérabilités au sein du système financier associées à l'endettement croissant des ménages et au renchérissement des logements.

Si l'efficacité des politiques macroprudentielles pouvait être tenue pour acquise, la politique monétaire pourrait-elle alors être menée en dehors de toute considération de stabilité financière, ce qui permettrait à la Banque de simplement se concentrer sur la cible d'inflation et laisser la stabilité financière aux politiques macroprudentielles?

Peut-être, mais pas nécessairement. Des répercussions négatives importantes pourraient résulter de l'interaction de la politique monétaire et des politiques macroprudentielles. Il est probable, par exemple, qu'en resserrant les exigences liées à l'assurance hypothécaire, le gouvernement fasse diminuer la demande de logements, ce qui, au final, peut entraîner un effet défavorable sur la croissance et l'inflation. L'endettement des ménages peut à son tour nuire au fonctionnement du mécanisme de transmission de la politique monétaire en influant sur la propension des ménages à dépenser leur revenu disponible. Par contre, si la persistance d'un contexte de taux d'intérêt bas incite les gens à s'endetter davantage, cette situation nourrit les inquiétudes entourant la stabilité financière. C'est pourquoi nous devons mieux comprendre comment les mesures de politique monétaire et de politique macroprudentielle interagissent.

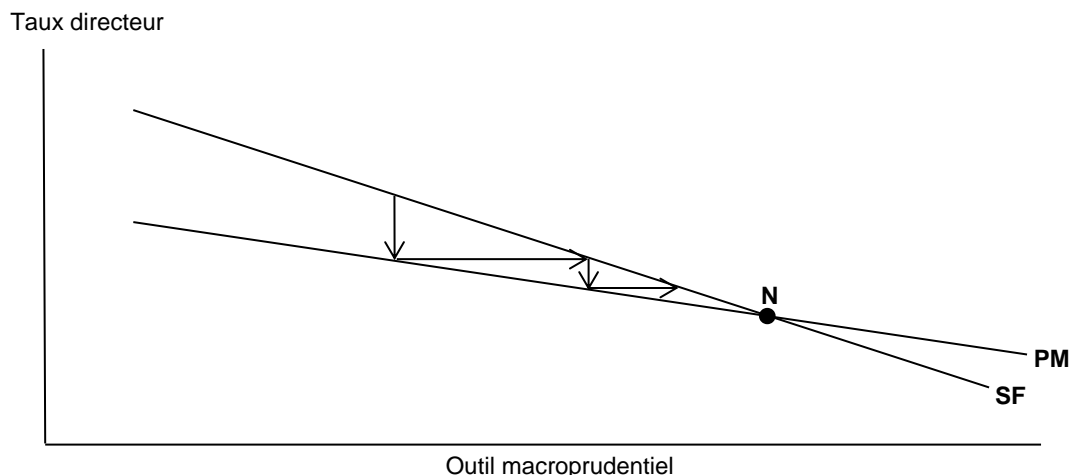
Même si ces répercussions sont importantes, l'atteinte des deux objectifs pourrait passer par une définition claire du mandat imparti aux politiques : la maîtrise de l'inflation pour la politique monétaire, et la stabilité financière pour la politique macroprudentielle. Chacune pourrait être mise en œuvre indépendamment de l'autre, n'ayant pour finalité que son objectif propre<sup>9</sup>. La combinaison de politiques qui en résulterait – un équilibre de Nash – permettrait

---

<sup>9</sup> Cet argument est avancé entre autres dans L. E. O. Svensson (2015), *Monetary Policy and Macprudential Policy: Different and Separate*, exposé présenté à l'occasion du 59<sup>e</sup> colloque économique de la Banque fédérale de réserve de Boston, Boston (Massachusetts), 2 octobre.

d'atteindre la cible d'inflation tout en procurant un degré acceptable de stabilité financière (**Graphique 3**).

**Graphique 3 : Des autorités monétaires et macroprudentielles indépendantes atteignent un équilibre de Nash sous certaines conditions**



Sous certaines conditions, tant que la politique monétaire aurait une incidence plus marquée sur l'inflation que sur le risque pesant sur la stabilité financière et tant que la politique macroprudentielle influencerait davantage sur le risque planant sur la stabilité financière que sur l'inflation, il n'y aurait en théorie pas lieu, pour les autorités responsables, de coordonner explicitement leur action. Elles n'auraient à se transmettre que les informations permettant de tenir compte des répercussions de l'autre politique sur leur objectif propre.

Cela pourrait impliquer, notamment, que la banque centrale donne à la politique monétaire une orientation plus expansionniste qu'elle ne le ferait autrement, afin de contrebalancer les effets des politiques macroprudentielles, et que les mesures imposées par l'autorité de contrôle macroprudentiel soient plus strictes qu'elles ne le seraient autrement, afin de contrer le recours au levier d'endettement et la prise de risque engendrés par la détente monétaire. La résultante pourrait être un accroissement du niveau d'endettement des ménages sans détérioration sensible de leur solvabilité. Cette situation est celle que l'on a observée au Canada ces dernières années.

Si l'on suit ce raisonnement, il serait très important de disposer d'un organisme du secteur public investi du pouvoir et de la responsabilité première de se servir des instruments macroprudentiels afin de favoriser la stabilité financière. Les autorités monétaires disposeraient alors de la latitude voulue pour cibler l'inflation sans devoir se préoccuper des conséquences possibles de leur action pour la stabilité financière. L'organisme approprié pourrait être un comité, comme c'est le cas actuellement au Canada, au sein duquel les outils potentiellement pertinents sont répartis entre plusieurs institutions du secteur public.

Il reste cependant que même si l'on disposait d'un environnement institutionnel idéal, il pourrait y avoir des limites à une conduite indépendante de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle. Poussées à l'extrême, des mesures réglementaires destinées à contenir le risque pourraient fausser les incitations à allouer les ressources à leurs fins les plus productives. Par exemple,

des institutions financières pourraient diminuer les crédits accordés à des entreprises innovantes, mais présentant un risque accru. Il est aussi possible que, soucieuses d'éviter de telles conséquences néfastes, les autorités de réglementation s'abstiennent de donner à leur politique toute l'impulsion qu'il faudrait pour préserver la stabilité financière. La banque centrale pourrait alors, à son tour, avoir des réticences à assouplir la politique monétaire suffisamment pour stimuler l'économie.

Il se peut ainsi que, en contexte de faiblesse persistante de la demande globale, le fait de s'en remettre essentiellement à la politique monétaire pour dynamiser l'activité engendre des vulnérabilités financières contre lesquelles la politique macroprudentielle ne peut, ou ne doit pas, lutter. Dans de telles circonstances, la politique budgétaire pourrait être appelée à donner un élan à l'économie, d'autant qu'elle est sans doute plus efficace lorsque les taux d'intérêt sont bas. Bien sûr, le recours à la politique budgétaire a aussi ses limites, puisqu'un alourdissement excessif de la dette publique peut créer ses propres problèmes pour l'économie et le système financier. C'est ce qu'on a pu observer au Canada dans les années 1990. Mais ces coûts doivent être mis en balance avec les craintes qu'une période prolongée de détente monétaire puisse se traduire par une accumulation excessive de vulnérabilités dans le secteur privé. Ce sont là des questions pertinentes pour le débat renouvelé sur la politique budgétaire qui est en cours au Canada.

## **Conclusion**

Permettez-moi de conclure.

Dans les années qui ont suivi la crise financière mondiale, nous avons réalisé d'importants travaux de réflexion et d'analyse afin de mieux comprendre le lien entre la politique monétaire et la stabilité financière. Cette question prend un relief particulier en cette année de renouvellement de l'entente avec le gouvernement concernant la maîtrise de l'inflation.

Nous devons poursuivre l'examen de ces questions dans la période à venir. La recherche sur le lien entre la politique monétaire et la stabilité financière constitue d'ailleurs l'un des volets importants du plan à moyen terme (2016-2018) de la Banque du Canada<sup>10</sup>.

Une chose semble claire cependant : la politique monétaire ne peut être responsable au premier chef du maintien de la stabilité financière. Il faut d'autres instruments, prudents ceux-là, pour bâtir un système financier résilient et pour remédier, au besoin, aux vulnérabilités croissantes.

Des questions demeurent, toutefois, quant aux effets de la politique monétaire sur la stabilité financière et à ce qui devrait être fait, ou non, pour les contrer. Certaines de ces questions ont trait à l'ampleur des efforts que la banque centrale doit déployer pour ramener l'inflation durablement à la cible alors que d'autres forces économiques sont à l'œuvre. Lorsque l'économie est touchée par

---

<sup>10</sup> *Le rôle de la banque centrale à l'aube d'une nouvelle ère : le Plan à moyen terme 2016-2018 de la Banque du Canada.*

un choc défavorable à la fois persistant et de grande ampleur, doit-on accepter que des risques à la baisse plus importants pèsent sur l'inflation pour éviter d'exacerber les déséquilibres financiers? Ou encore, étant donné ces déséquilibres, doit-on durcir la politique moins énergiquement pendant que s'opère le retour de l'économie à son plein potentiel pour ne pas déclencher la matérialisation de risques pour le système financier?

Il est peu probable, dans un avenir prévisible, que nous convenions d'un procédé pour régler ces questions. Nous sommes donc voués à nous en remettre à notre jugement, éclairé par les données et les résultats d'analyse disponibles. Cette marge d'appréciation dans l'évaluation des considérations de stabilité financière, y compris dans l'évaluation des conséquences de nos propres actions, est au centre de la démarche axée sur la gestion des risques sur laquelle repose notre politique monétaire.