



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Paul Beaudry
Sous-gouverneur à la Banque du Canada
Fredericton (Nouveau-Brunswick)
Moncton (Nouveau-Brunswick)
Saint John (Nouveau-Brunswick)
10 décembre 2020
Par vidéoconférence

Nos opérations du programme d'assouplissement quantitatif : une radiographie

Introduction

Bonjour à tous et merci beaucoup, John, pour cette aimable présentation.

Je suis très heureux de pouvoir m'adresser à vous aujourd'hui, même si c'est de façon virtuelle, et que nous sommes à différentes extrémités du pays. Je vis maintenant sur la côte Ouest, mais je garde de très bons souvenirs des vacances que je passais dans les Maritimes lorsque j'habitais encore dans ma ville natale de Québec.

Comme vous le savez, la Banque a annoncé hier sa décision de maintenir le taux cible du financement à un jour à 0,25 % et nous y reviendrons un peu plus tard. Tout d'abord, j'aimerais vous parler de certaines des mesures que nous avons prises en réaction à la COVID-19 et des défis extraordinaires que la pandémie présente pour le bien-être financier des Canadiens.

Nous avons pris des mesures énergiques dès le début de la pandémie en mars. À court terme, nous avons cherché à aider les ménages et les entreprises du pays à traverser cette période. Mais nous nous soucions également de jeter des bases solides pour la reprise économique à plus long terme.

En réponse à la pandémie, nous avons abaissé notre taux directeur à 0,25 % pour favoriser une réduction des coûts d'emprunt des entreprises et des ménages, et nous nous sommes engagés à le maintenir à ce niveau jusqu'à l'atteinte de notre objectif d'inflation.

Je tiens à remercier Stéphane Lavoie, James MacGee et Jonathan Witmer de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 10 décembre 2020
à 13 h 30, heure de l'Est

Nous avons aussi lancé une dizaine de facilités de liquidité et programmes d'achat pour préserver le fonctionnement des marchés, soutenir le crédit et permettre aux effets des baisses de taux d'intérêt de se propager dans l'économie.

Aujourd'hui, je vais parler plus en détail de notre programme principal d'achat massif d'actifs : le Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada¹. Ou, comme on l'appelle couramment, le programme d'assouplissement quantitatif.

Il est important de savoir que ce programme et les autres programmes de la Banque sont fondés sur le même cadre de conduite de la politique monétaire qui a fait ses preuves depuis des années au Canada. Toutes les mesures prises par la Banque visent à aider l'économie à revenir à sa pleine capacité de production pour favoriser l'atteinte de la cible d'inflation de 2 %.

J'aimerais donc vous donner quelques précisions sur le fonctionnement de notre programme d'assouplissement quantitatif et dissiper tout malentendu à son sujet. Dans le cadre de ce programme, la Banque achète, sur le marché secondaire, des obligations déjà émises par le gouvernement du Canada. Ce programme a fait augmenter la taille du bilan de la Banque, ce qui a soulevé beaucoup d'intérêt et certaines inquiétudes.

Les questions qu'on nous pose le plus souvent sont : Comment achetons-nous ces actifs? Comment les payons-nous? Finançons-nous la dette publique? Et, risquons-nous de provoquer une forte inflation du fait de ce programme?

Permettez-moi donc de vous parler de l'assouplissement quantitatif, c'est-à-dire d'expliquer à quoi il sert, à quoi il ne sert pas, et comment il fonctionne. Car la politique monétaire est plus efficace quand elle est bien comprise.

À quoi sert l'assouplissement quantitatif

Comme je viens de le mentionner, le principal objectif de la Banque est d'atteindre sa cible d'inflation de 2 % de façon durable. Pour y arriver, nous nous efforçons de faire tourner l'économie aussi près que possible des limites de sa capacité de production. Cela est particulièrement important dans des périodes comme celle que nous vivons, où l'inflation est bien en dessous de la cible et le chômage, élevé.

Notre taux directeur est le taux du financement à un jour. C'est le principal outil dont nous nous servons en temps normal. Il influe directement sur les coûts d'emprunt à très court terme. Les baisses ou les hausses du taux directeur influencent également les attentes du marché quant aux futurs niveaux du taux du financement à un jour, et ces attentes agissent à leur tour sur les taux des emprunts et des prêts à plus long terme. C'est par cette voie que la Banque influe sur le coût du crédit pour les ménages et les entreprises du Canada, ce qui se répercute sur les décisions en matière de dépenses et d'investissements et, au final, sur l'inflation.

¹ Pour en savoir plus, consulter la [page](#) consacrée au Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada dans le site Web de la Banque.

Mais le taux directeur n'est pas le seul levier qui nous permet d'influencer les taux d'intérêt à long terme qui comptent pour les Canadiens. Quand il nous est impossible d'abaisser davantage le taux directeur, nous devons trouver parmi les outils à notre disposition ceux qui nous permettront de stimuler l'économie.

Et l'un d'entre eux est l'assouplissement quantitatif. Je vais donc commencer par expliquer comment cet outil important influe sur les taux d'intérêt.

Quand la Banque achète des obligations d'État assorties d'une échéance donnée, leur prix s'en trouve influencé à la hausse et, de ce fait, le taux d'intérêt versé aux détenteurs d'obligations diminue. Lorsque le taux d'intérêt des obligations d'État est plus bas, cela se transmet à d'autres taux d'intérêt, comme ceux des prêts hypothécaires et des prêts aux entreprises. Cette réduction stimule les emprunts et les dépenses, ce qui aide l'inflation à se rapprocher de la cible de 2 %.

Comme vous pouvez le voir, même dans les cas où la Banque ne peut plus abaisser le taux directeur, elle peut toujours agir sur les taux d'intérêt à long terme au moyen de l'assouplissement quantitatif.

Le fonctionnement de l'assouplissement quantitatif

Intéressons-nous maintenant au fonctionnement de l'assouplissement quantitatif.

Chaque semaine, le gouvernement du Canada vend des obligations à des institutions financières – des banques commerciales, pour la plupart – qui ont été autorisées à participer à des adjudications. Dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif, la Banque du Canada achète des obligations auprès de ces participants aux adjudications, et non directement auprès du gouvernement.

La Banque réalise ses opérations d'assouplissement quantitatif par adjudication à l'envers. Lorsque vous entendez le mot « adjudication », ou « vente aux enchères », vous imaginez probablement des personnes qui mettent des biens en vente et d'autres qui proposent un prix pour les acheter. Eh bien, dans le cadre d'une adjudication à l'envers, la situation est inversée : nous tenons des enchères pour racheter – et non vendre – des obligations du gouvernement.

Nous annonçons notre intention d'acheter une certaine quantité d'obligations, un jour donné. Nous recevons ensuite des offres de la part des participants au marché qui souhaitent nous vendre une partie de leurs obligations. La mise aux enchères est concurrentielle et les offres dépassent bien souvent la demande. Ce qui est une bonne chose puisque nous pouvons alors acheter les obligations aux prix les plus bas.

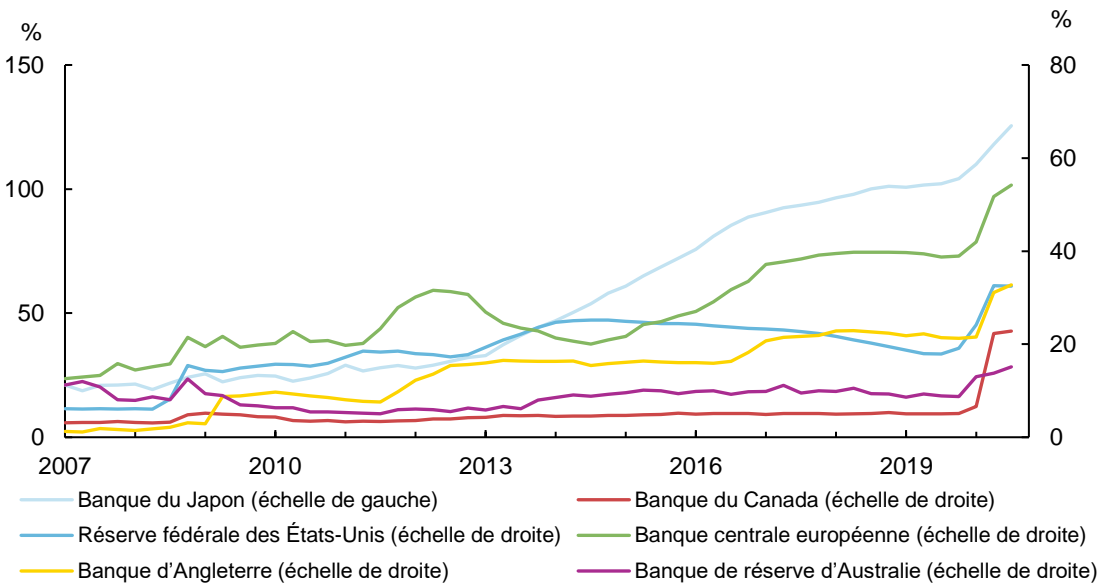
Actuellement, nous achetons des obligations à raison d'au moins 4 milliards de dollars par semaine. Depuis le lancement du programme en mars, nous avons fait l'acquisition d'un peu plus de 180 milliards de dollars d'obligations.

C'est une somme considérable. Et il est vrai que notre programme d'assouplissement quantitatif et les autres achats d'actifs ont fait augmenter substantiellement la taille du bilan de la Banque. Il faut noter que, malgré tous les achats effectués jusqu'ici, la valeur des actifs que nous détenons reste relativement limitée par rapport à la taille de l'économie canadienne, comparativement à ce qu'on peut observer ailleurs. Elle ne

représente qu'environ deux tiers de la valeur des actifs de la Banque d'Angleterre ou de la Réserve fédérale des États-Unis, par exemple (**graphique 1**).

Graphique 1 : La taille du bilan de la Banque du Canada demeure relativement limitée

Ensemble des actifs détenus par les banques centrales en pourcentage du produit intérieur brut (moyenne sur quatre trimestres), données trimestrielles



Sources : Banque du Canada, Bloomberg Finance L.P., sources nationales via Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada
Dernières observations : 2020T3

Bien entendu, lorsque nous achetons ces obligations dans le cadre de notre adjudication à l'envers, nous devons les payer. Mais nous n'imprimons pas de nouveaux billets pour le faire.

Nous émettons plutôt une forme particulière de créance. Pour ceux qui ont des connaissances de base en comptabilité, vous savez que le bilan doit toujours être équilibré. Les obligations que nous achetons deviennent un élément de l'actif de notre bilan. Nous devons donc les payer avec une créance, un élément du passif.

Prenons un exemple.

Si nous achetons 100 millions de dollars d'obligations d'État auprès d'une banque, nous les payons en émettant des soldes de règlement. Ces soldes de règlement sont comptabilisés comme des dépôts auprès de la Banque du Canada.

Les banques commerciales considèrent que les dépôts de leurs clients sont une dette qu'elles leur doivent. De la même manière, les soldes de règlement constituent une dette de la Banque du Canada envers les banques commerciales. Nous payons des intérêts sur ces soldes au taux de rémunération des dépôts, qui évolue parallèlement au taux directeur.

En résumé, nos opérations d'assouplissement quantitatif consistent à acheter des obligations du gouvernement auprès d'institutions financières et à émettre une créance – sous la forme de soldes de règlement – pour les payer.

Il faut savoir que les soldes de règlement font partie intégrante des opérations des banques centrales. Cette capacité de créer des soldes de règlement, seules les banques centrales la possèdent. Et nous l'exploitons avec prudence pour remplir notre mandat, qui est de favoriser la prospérité économique et financière du Canada.

Questions sur l'assouplissement quantitatif

Je dois admettre qu'il peut être difficile de comprendre comment marche l'assouplissement quantitatif.

Je voudrais donc maintenant aborder les questions que j'ai évoquées plus tôt, et répondre aux interrogations du public et de certains parlementaires sur l'assouplissement quantitatif. J'aimerais premièrement dissiper l'impression que notre institution a mis en route la planche à billets pour acheter des obligations du gouvernement.

Sommes-nous en train d'imprimer de l'argent?

Comme bon nombre de banques centrales, la Banque du Canada a cessé depuis déjà bien des années de fixer le volume de la masse monétaire. Nous fixons plutôt le taux d'intérêt à un jour et laissons les entreprises et les particuliers déterminer quelle quantité d'argent répondra à leurs besoins de transactions.

Comme je l'ai expliqué, notre programme d'assouplissement quantitatif nous permet d'acheter des obligations du gouvernement en les payant avec une créance à taux d'intérêt variable que nous émettons : les soldes de règlement. Tout comme n'importe quel emprunteur, nous payons des intérêts, et dans ce cas à ceux qui détiennent les soldes de règlement. Le taux d'intérêt que nous versons varie avec notre taux directeur. Du fait de l'assouplissement quantitatif, notre bilan grossit, mais pas le nombre de billets de banque en circulation.

La Banque est-elle en train de financer la dette publique?

Il faut aussi souligner que l'assouplissement quantitatif n'est pas un moyen d'acquitter l'État de ses dettes. Nous ne finançons pas gratuitement les dépenses publiques et ne faisons pas non plus disparaître la dette publique.

Financer l'État et influencer le coût auquel il se finance sont deux choses très différentes. Avec l'assouplissement quantitatif, la Banque du Canada influence le coût de financement de l'État : elle fait baisser le coût des emprunts pour l'État. Mais plus important encore, nous faisons baisser le coût d'emprunt pour tout le monde dans l'économie.

Dit plus simplement, l'État sera tenu de payer car rien n'est gratuit. L'État devra rembourser à leur échéance les obligations que nous achetons dans le cadre du programme d'assouplissement quantitatif.

Je tiens à préciser que les opérations d'assouplissement quantitatif peuvent entraîner un profit ou une perte pour la Banque en raison de la différence de taux d'intérêt entre

notre coût d'emprunt et le rendement des obligations du gouvernement. Nous transmettons à l'État les profits et pertes découlant de ces opérations, à travers les sommes que nous lui versons régulièrement. Mais il faut savoir que notre principal objectif n'est pas d'utiliser ces opérations pour engendrer plus de revenus. L'assouplissement quantitatif nous sert uniquement à réduire les coûts d'emprunt pour tout le monde; de cette façon, nous facilitons le retour de l'emploi et atteindrons notre cible d'inflation.

L'assouplissement quantitatif causera-t-il une forte inflation?

Passons maintenant à la troisième et dernière mise au point. Depuis que nous avons lancé notre programme d'assouplissement quantitatif, il s'est dit beaucoup de choses sur le risque d'une trop forte inflation. Il est vrai que notre programme d'assouplissement quantitatif est conçu de manière à faire monter le faible niveau d'inflation que nous connaissons. Et c'est là tout l'enjeu : l'idée est de revenir près de notre cible de 2 %. Mais rassurez-vous, nous n'utiliserons pas trop ce programme et ne dépasserons pas notre fourchette cible d'inflation comprise entre 1 et 3 %. Notre stratégie de sortie pour notre programme d'assouplissement quantitatif est liée à nos objectifs d'inflation.

Nous continuerons à faire de l'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que la reprise économique soit bien engagée. À ce moment-là, nous aurons trois options.

Lorsque nous aurons réduit le montant de nos achats, notre première option sera de stabiliser le niveau des actifs dans notre bilan en réinvestissant dans l'acquisition de nouveaux actifs les revenus tirés des actifs échus. Cela maintiendra – sans l'augmenter – le degré de détente monétaire.

La deuxième option sera de laisser les actifs échus sortir du bilan et de ne pas réinvestir les revenus.

Dans la troisième option, nous chercherions à vendre activement les actifs et, par conséquent, à réduire rapidement la taille de notre bilan. C'est l'option la plus drastique pour faire baisser le degré de détente monétaire.

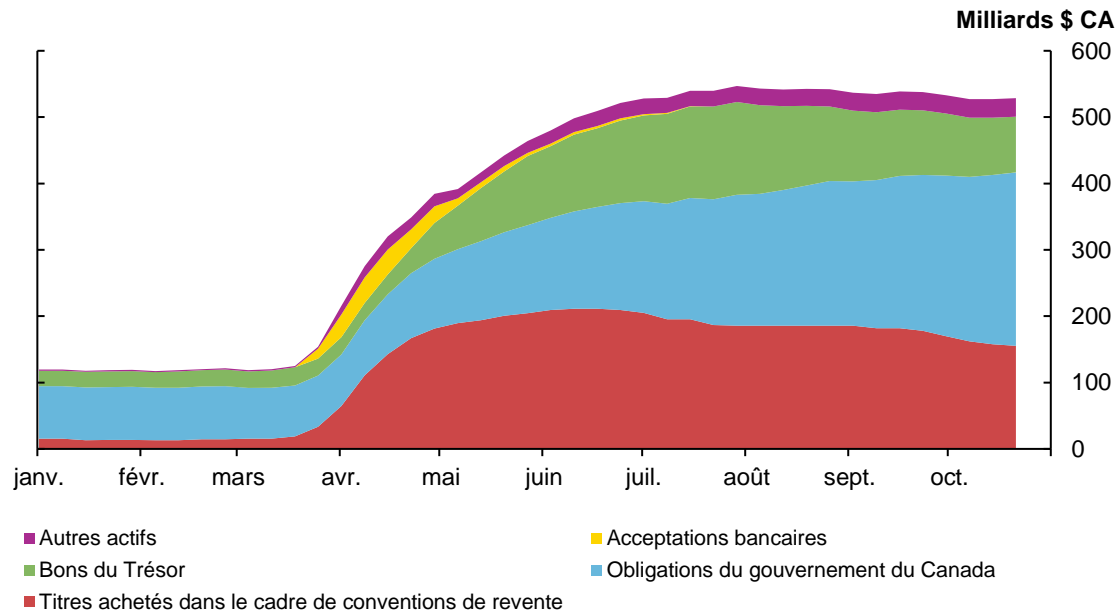
Plusieurs des banques centrales qui ont eu recours à l'assouplissement quantitatif se sont concentrées sur les deux premières options en prenant soin de les faire se succéder. Les perspectives d'évolution de l'inflation détermineront l'option que nous choisirons.

Comment nous portons-nous?

Nos actions face à la COVID-19 ont eu l'effet voulu, c'est une bonne nouvelle! Les marchés financiers fonctionnent maintenant beaucoup mieux qu'au moment de nos premières mesures en mars. Notre bilan est resté stable depuis juillet, et cela, en grande partie parce que certains programmes sont moins utilisés (**graphique 2**).

Graphique 2 : Le bilan de la Banque du Canada s'est stabilisé

Ensemble des actifs détenus par la Banque du Canada, données hebdomadaires



Source : Banque du Canada
Dernière observation : 21 octobre 2020

Nous avons rééquilibré récemment nos achats d'obligations. Nous avons modifié notre programme d'assouplissement quantitatif pour en concentrer l'impact sur les taux d'intérêt de plus long terme qui importent aux Canadiens. Nous achetons moins d'obligations à court terme et plus d'obligations à long terme, c'est-à-dire dans les segments où les bénéfices pour les ménages et les entreprises sont plus grands. Par exemple, en achetant davantage d'obligations à cinq ans, nous faisons baisser les taux des prêts à cinq ans accordés aux entreprises et aux ménages.

Puisque ce rééquilibrage permettra d'accroître l'effet de chaque dollar investi dans le cadre de notre programme, nous avons réduit récemment le montant minimum de nos achats hebdomadaires, en les faisant passer de 5 milliards à 4 milliards de dollars. Tout cela nous permet d'utiliser plus efficacement notre bilan, tout en continuant à fournir une détente monétaire au moins aussi forte qu'avant.

La décision d'hier

J'aimerais conclure en expliquant ce qui a mené à notre décision d'hier concernant la politique monétaire. Nous avons décidé de maintenir le taux directeur à 25 points de base et de poursuivre nos achats d'actifs à un rythme d'au moins 4 milliards de dollars par semaine dans le cadre de notre programme d'assouplissement quantitatif.

Nous avons amorcé nos discussions en mettant en contexte les évolutions récentes sous différents angles, c'est-à-dire que nous avons examiné comment les choses se sont passées jusqu'à présent, comment elles se dessinent à court terme et comment elles se présentent à plus long terme.

Je vous en parle brièvement.

Pour avoir un bilan de ce qui s'est passé jusqu'à présent, nous avons étudié les données sur les comptes nationaux pour le troisième trimestre de 2020, publiées la semaine dernière. Elles ont confirmé nos attentes, à savoir que la chute abrupte de l'activité au deuxième trimestre serait suivie d'un fort rebond pendant la réouverture de l'économie. La croissance de l'économie a en effet été rapide, atteignant presque 9 % au troisième trimestre, ce qui est juste en deçà des 10 % prévus dans le *Rapport sur la politique monétaire* (RPM) d'octobre. Le niveau global de l'activité économique correspond essentiellement à nos attentes. Il reflète les révisions de certaines données historiques sur le produit intérieur brut, ainsi que la vigueur un peu plus forte au début du quatrième trimestre qu'on ne s'y attendait en octobre. De plus, il faut noter que la demande mondiale plus ferme pousse les prix de la plupart des produits de base à la hausse, y compris ceux du pétrole.

Nous pensons également que ce fort rebond ferait place à une phase plus longue et plus lente de la reprise économique, que nous avons appelée la phase de récupération. Et, en effet, des données plus récentes portent à croire que cela aussi se déroule essentiellement comme nous l'avons prévu.

L'incidence de plus en plus grande des cas de COVID-19 au pays et les restrictions accrues des activités qui sont imposées pour y réagir amplifient cette dynamique. De toute évidence, nous sommes en pleine deuxième vague ici au Canada et partout dans le monde. Cette situation va peser sur l'activité économique au premier trimestre de 2021 et représente un risque à la baisse important à plus long terme si les choses devaient beaucoup s'aggraver. Comme nous l'avons indiqué dans notre décision d'hier, les mesures annoncées récemment par le gouvernement fédéral devraient aider à maintenir les revenus des ménages et des entreprises pendant cette deuxième vague de la pandémie et soutenir la reprise.

À plus long terme, le scénario est plus rassurant. Les récentes annonces positives concernant les vaccins constituent un risque à la hausse pour les perspectives, malgré l'incertitude qui persiste quant à la façon dont ils seront administrés, au Canada et ailleurs dans le monde.

Voilà pour la mise en contexte. Pour l'avenir, des risques tant à la baisse qu'à la hausse pèsent sur l'inflation. La Banque doit donc être prête à réagir dans un sens ou dans l'autre. Heureusement, nous avons les outils pour le faire.

Si la situation devait se détériorer de façon plus durable, nous avons différentes options pour accroître la détente monétaire. Nous pourrions ajuster notre programme d'assouplissement quantitatif pour augmenter l'effet de détente, ou encore cibler des valeurs précises sur la courbe de rendement – c'est-à-dire exercer un contrôle de la courbe. Nous pourrions aussi réévaluer quelle devrait être la valeur plancher du taux directeur, ce qui nous permettrait d'opter pour un taux plus bas, mais encore positif. En théorie, les taux d'intérêt négatifs restent un outil auquel la Banque peut avoir recours. Mais nous avons indiqué clairement qu'à moins que la situation change énormément, nous ne pensons pas qu'il serait productif d'afficher des taux négatifs ici au Canada.

Quelles seraient nos options si les risques à la hausse se concrétisaient? Plus la vaccination se fera promptement, plus vite les travailleurs des secteurs à forte proximité physique pourront retourner au travail et plus rapide sera la reprise. Un dénouement de la sorte serait une excellente nouvelle. Dans un tel contexte, il nous faudrait peut-être réévaluer le degré de détente monétaire nécessaire pour atteindre notre cible d'inflation. Un peu plus tôt, j'ai expliqué de quelle façon nous pourrions réduire la détente offerte dans le cadre de notre programme d'assouplissement quantitatif quand le temps sera venu.

Ce que nous savons pour le moment, c'est que la reprise de l'activité économique au Canada devra continuer d'être appuyée par des mesures de politique monétaire exceptionnelles. Nous avons indiqué clairement que nous maintiendrons le taux directeur à sa valeur plancher jusqu'à ce que les capacités excédentaires dans l'économie se résorbent, de sorte que la cible d'inflation de 2 % soit atteinte de manière durable. Selon nos prévisions présentées dans le RPM d'octobre, cela ne se produira qu'au cours de 2023. Nous n'avons pas encore effectué une analyse approfondie de toute l'information nouvelle qui pourrait modifier cette évaluation. Pour renforcer son engagement et garder les taux d'intérêt bas sur toute la courbe de rendement, la Banque poursuivra son programme d'assouplissement quantitatif jusqu'à ce que la reprise soit bien amorcée et ajustera celui-ci au besoin pour que l'inflation retourne à la cible de façon durable.

Peu importe comment la situation va évoluer, la Banque reste déterminée à procurer le niveau de détente monétaire nécessaire pour soutenir la reprise et atteindre l'objectif d'inflation.