



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

CADRE DE CONDUITE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE EN CONTEXTE DE BAS TAUX D'INTÉRÊT

Décembre 2015



Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt

Objectif

La meilleure contribution que la politique monétaire puisse apporter au bien-être économique et financier des Canadiens est la réalisation de son objectif, qui consiste à maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. Cet objectif est officialisé dans une entente renouvelable conclue entre la Banque du Canada et le gouvernement canadien, qui prévoit une cible relative au taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC) global, fixée à 2 %, soit le point médian d'une fourchette se situant entre 1 et 3 %. En temps normal, la Banque mène la politique monétaire de façon à atteindre sa cible d'inflation en modifiant le taux directeur, à savoir le taux cible du financement à un jour. Toutefois, en contexte de très bas taux d'intérêt, il se peut qu'elle doive recourir à d'autres instruments.

Dans la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque a présenté un cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt. Le présent document actualise ce cadre et expose une série de mesures exceptionnelles que la Banque pourrait prendre en pareil contexte. Dans l'application de ces mesures, l'institution continuera de s'employer à atteindre la cible d'inflation définie par son mandat tout en respectant les principes qui visent à maximiser l'incidence sur l'économie et la neutralité pour le marché de chaque intervention et à limiter le plus possible les risques pour son bilan. Toutefois, le recours à des mesures non traditionnelles présente un risque de conséquences imprévues. Il serait donc nécessaire de suivre de près le fonctionnement du marché et les indicateurs de la stabilité financière.

Mesures

La Banque dispose de toute une série de mesures exceptionnelles pour accroître la détente monétaire en contexte de très bas taux d'intérêt. D'après l'expérience internationale, ces mesures peuvent être efficaces et aider la banque centrale à atteindre ses objectifs. Chaque mesure peut accentuer la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit.

Sans préjuger de leur ordre d'importance ni de leur efficacité, voici la liste des mesures disponibles :

Indications prospectives

Contrairement au contexte où les taux d'intérêt se trouvent près de la normale, il y a des avantages indéniables, lorsque les taux sont très bas, à recourir à des déclarations conditionnelles sur l'orientation future de la politique monétaire qui sont liées aux perspectives d'inflation ou à d'autres variables économiques. En particulier, les indications prospectives exceptionnelles permettent à la banque centrale d'accentuer la détente monétaire en influençant la durée prévue des bas taux d'intérêt ou en apportant une plus grande certitude quant aux perspectives relatives aux taux d'intérêt. La Banque pourrait aussi étayer de telles déclarations par l'offre de prises en pension à plus long terme assorties de taux compatibles avec ses indications à l'égard de la fourchette opérationnelle.

Des indications prospectives crédibles de la banque centrale concernant le maintien des taux à court terme à un bas niveau pour une période plus longue que ce que les marchés avaient prévu jusque-là devraient faire diminuer les rendements obligataires sur l'ensemble des échéances de la courbe des taux et, par le fait même, soutenir les prix des autres actifs financiers et entraîner une dépréciation de la monnaie – autant d'éléments qui favorisent la demande globale, et donc augmentent la production et l'inflation.

Taux directeurs négatifs

En principe, les taux d'intérêt nominaux ne peuvent pas être inférieurs à zéro, car les investisseurs peuvent toujours obtenir un rendement nominal nul en conservant leur argent en espèces. En pratique, toutefois, le rendement nominal que l'on obtient en agissant de la sorte est négatif, compte tenu des frais de stockage, de transport et d'assurance ainsi que d'autres coûts associés à la sécurisation et à l'entreposage des billets de banque, en particulier

s'il s'agit de grandes quantités. C'est en raison de ces coûts que les taux d'intérêt nominaux peuvent descendre un peu au-dessous de zéro¹.

En avril 2009, la Banque du Canada a établi une valeur plancher de 25 points de base pour le taux du financement à un jour. La décision d'opter pour une valeur plancher légèrement positive s'expliquait en partie par le souci d'encourager les prêteurs et les emprunteurs à conclure des opérations sur les marchés. À l'époque, l'incidence de très bas taux d'intérêt sur le fonctionnement du marché était entachée de fortes incertitudes, ce qui a incité la plupart des banques centrales à faire preuve de prudence en établissant une valeur plancher légèrement positive.

L'expérience internationale récente a contribué à réduire ces incertitudes. Plusieurs pays ont adopté des taux directeurs négatifs, et leurs marchés ont continué de bien fonctionner. D'après les travaux d'analyse de la Banque, les marchés canadiens continueraient eux aussi de bien fonctionner si le taux directeur se situait au-dessous de zéro. Selon la meilleure estimation de la Banque à l'heure actuelle, la valeur plancher du taux cible du financement à un jour serait d'environ -0,5 %.

Il demeure très difficile toutefois de déterminer avec précision à partir de quel niveau un taux directeur négatif entraînerait de graves perturbations sur les marchés ou une hausse marquée de la demande en billets de banque. De plus, l'estimation de la Banque évoluera probablement au fil du temps, à la lumière de l'expérience des autres banques centrales ayant adopté des taux d'intérêt négatifs ou, le cas échéant, de la façon dont le système financier canadien s'adapte à un environnement de taux négatifs. En pratique, si l'on abaissait les taux au-dessous de zéro, il faudrait évaluer avec soin le risque de conséquences imprévues en surveillant minutieusement et constamment les indicateurs du fonctionnement des marchés et ceux de la demande de billets. Dans le cas où la Banque estimerait que l'on s'approche de la valeur plancher, elle le ferait clairement savoir au grand public.

Achats massifs d'actifs

Les achats fermes d'actifs financiers réalisés par la création de soldes de règlement excédentaires (c'est-à-dire les réserves de la banque centrale) feraient augmenter le prix et diminuer le rendement des actifs acquis (qui pourraient être aussi bien des titres d'État à long terme que des actifs du secteur privé, comme les titres adossés à des créances hypothécaires et les obligations de sociétés)². L'accroissement des soldes de règlement encouragerait l'acquisition d'autres types d'actifs (rééquilibrage du portefeuille), ce qui réduirait de façon générale les rendements et favoriserait les conditions financières globales. Comme c'est le cas avec les mesures traditionnelles d'assouplissement de la politique monétaire, le taux de change se déprécierait de manière générale par suite de la réduction des taux d'intérêt.

Financement du crédit

Dans certaines situations, l'offre de crédit à certains secteurs de l'économie est susceptible d'être compromise. Pour que la détérioration du marché du crédit ne vienne pas brider la demande globale, il pourrait être envisageable d'établir des facilités de financement du crédit. Celles-ci permettraient aux banques de bénéficier d'un financement à terme garanti, à un taux bonifié. De leur côté, les banques devraient respecter certains objectifs en matière d'octroi de prêts pour y avoir droit. L'un des principaux avantages de ce type de mécanisme tient au fait que la Banque pourrait destiner la mesure en question aux secteurs économiques où l'offre de crédit est considérée comme compromise.

Ordre des mesures

L'ordre dans lequel il est préférable d'utiliser les mesures mentionnées ci-dessus n'est pas fixé d'avance. L'efficacité de chaque mesure dépendrait du contexte économique et financier. Par exemple, les indications prospectives pourraient être plus à même de ralentir la trajectoire attendue du taux directeur quand les marchés prévoient que ce dernier augmentera plus rapidement que ne le justifie la conjoncture économique, y compris les perspectives de l'inflation. En revanche, un programme de financement du crédit pourrait être plus efficace

¹ Pour une analyse des déterminants de la valeur plancher des taux d'intérêt au Canada, voir J. Witmer et J. Yang (2015), *Estimating Canada's Effective Lower Bound*, note analytique du personnel n° 2015-2, Banque du Canada, dans le site Web de l'institution.

² Dans certaines situations, ces achats pourraient être stérilisés. Par exemple, ils pourraient être financés par la vente d'autres actifs ou par une hausse des dépôts du gouvernement à la banque centrale, de telle sorte que la base monétaire reste la même.

lorsque la détérioration du marché du crédit nuit gravement à la demande globale.

Dans certains cas, les mesures pourraient se compléter. Les données internationales montrent que chacune de ces mesures est efficace, mais le degré de détente monétaire associé à une seule mesure est sans doute limité. Toutefois, comme les diverses mesures passent par des canaux quelque peu différents, il serait possible de les combiner pour en amplifier les effets; dans bien des cas, elles se renforceraient mutuellement. On pourrait par exemple recourir aux achats d'actifs pour consolider un engagement conditionnel pris dans le cadre d'une indication prospective. Comme l'ampleur de l'incidence de chaque politique est incertaine, le recours simultané à plusieurs mesures permettrait de diversifier les risques associés à la sous-évaluation de cette incidence ou à sa surévaluation.

Principes guidant les interventions potentielles de la Banque du Canada

La réflexion de la Banque au sujet des actions à entreprendre se fonderait sur les principes suivants :

Accent mis sur la cible d'inflation. La Banque conclurait des transactions du montant et du type requis pour apporter le soutien souhaité à la demande globale et atteindre la cible d'inflation.

Incidence. Les acquisitions d'actifs seraient concentrées dans l'intervalle des échéances jugées les plus susceptibles de maximiser leur incidence sur l'économie.

Neutralité à l'égard des secteurs et des actifs de nature similaire. Pour limiter le risque de distorsions, les mesures seraient mises en œuvre de la façon la plus globale et la plus neutre possible. Les marchés sur lesquels s'effectueraient les achats seraient définis le plus largement possible. Les opérations seraient conduites de manière neutre (au moyen d'adjudications, par exemple).

Prudence. La Banque prendrait en compte la qualité des placements et veillerait à réduire au maximum les risques opérationnels. Elle s'attacherait également à limiter les risques financiers pour son bilan, c'est-à-dire les pertes qu'occasionneraient des variations des rendements ou une détérioration de la qualité des titres privés eux-mêmes (pertes de réévaluation ou pertes sur créances).

S'il y a lieu, la Banque discuterait avec les organismes fédéraux des modalités de mise en œuvre de ces actions.

Principaux indicateurs et stratégie de désengagement

La Banque suivrait de près un certain nombre d'indicateurs en vue d'évaluer l'efficacité de ses interventions par rapport aux perspectives d'évolution de la demande globale et de l'inflation. Le facteur prépondérant serait l'effet total, sur les ménages et les entreprises, de toute intervention visant les conditions de financement, y compris le taux de change.

À terme, le désengagement de la Banque à l'égard de ces mesures serait guidé par son évaluation des conditions économiques et financières et des perspectives en matière d'inflation. Dans le cas des achats d'actifs, plusieurs possibilités s'offriraient à l'institution : elle pourrait laisser les actifs acquis arriver naturellement à échéance, les « refinancer » (en les mettant en pension, par exemple, ou en laissant échoir d'autres actifs figurant à son bilan) ou les vendre. Si la Banque devait vendre des actifs, elle modulerait avec soin le rythme auquel elle s'en départirait. La Banque ferait connaître le mode de gestion de son bilan en conséquence.

Communication

Le communiqué publié à chaque date d'annonce préétablie demeurerait axé sur le taux cible du financement à un jour et sur les déclarations conditionnelles au sujet de l'orientation future du taux directeur. La Banque préciserait également dans chaque communiqué si elle a l'intention de mettre en œuvre ou de préserver un programme de crédit ou d'achat d'actifs, et elle indiquerait l'ampleur approximative du programme en question (dans la mesure où la conception de celui-ci le justifierait). L'institution expliquerait les grands objectifs des mesures exceptionnelles prises et la façon dont elles seraient mises en œuvre. Les modalités détaillées (prix, moment de l'opération, titres admissibles, etc.) seraient dévoilées dans des avis distincts aux marchés.