

# Commentaires externes sur l'examen des mesures exceptionnelles prises par la Banque du Canada durant la pandémie

Par Pablo Hernández de Cos, Kristin Forbes et Trevor Tombe<sup>\*v</sup>

17 décembre 2024

## I. Introduction

Le présent document fournit une analyse indépendante de l'Examen des mesures exceptionnelles prises par la Banque du Canada durant la pandémie (ci-après appelé l'« Examen »). Il vise à déterminer si l'Examen est exhaustif, équilibré et crédible. Cette introduction résume les points forts de l'Examen. Elle est suivie d'une réflexion sur les aspects qui, s'ils étaient plus clairs ou approfondis, pourraient améliorer l'Examen.

La pandémie de COVID-19 a été une période extrêmement difficile. La vitesse à laquelle les événements se sont déroulés, l'ampleur de la crise financière et de l'effondrement économique, ainsi que la nature sans précédent du choc subi étaient totalement inédits. Une réponse énergique et multidimensionnelle était nécessaire, et les autorités avaient peu de temps pour évaluer soigneusement les différentes possibilités, les peser et en discuter. Dans ce contexte extraordinaire, les banques centrales du monde entier ont été contraintes d'innover et de formuler de nouvelles stratégies. Leurs interventions ont constitué un élément essentiel des politiques publiques mises en place, plus largement, pour : soutenir les ménages et les entreprises à mesure que la pandémie se propageait et que les économies étaient mises à l'arrêt; et favoriser une reprise rapide par la suite. Plus de quatre ans après le début de la pandémie, il est temps de prendre du recul et de voir ce qui a bien fonctionné, ce qui a moins bien fonctionné et ce qui peut être amélioré à l'avenir (en particulier grâce à une planification plus poussée).

Dans ce contexte, il convient de féliciter la Banque du Canada (ci-après appelée la « Banque ») d'avoir entrepris cet examen et évalué les leçons tirées de la réponse à la pandémie. Cet exercice renforce la reddition de comptes et la transparence, deux éléments nécessaires à l'indépendance de la banque centrale.

---

\* Pablo Hernández de Cos est l'ancien gouverneur de la Banque d'Espagne. Il a été président du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et préside le comité technique consultatif du Comité européen du risque systémique.

Kristin Forbes est professeure de gestion et d'économie mondiale titulaire de la chaire Jerome and Dorothy Lemelson à la Sloan School of Management du MIT, et a été membre du comité de la politique monétaire de la Banque d'Angleterre. Trevor Tombe est professeur au département d'économie de l'Université de Calgary et directeur du programme de politiques budgétaires et économiques à l'École de politiques publiques.

<sup>v</sup> Dans le cadre de la préparation du présent rapport, les trois auteurs ont consulté plusieurs anciens membres du comité de la politique monétaire de la Banque du Canada : Paul Beaudry, Timothy Lane, Lawrence Schembri et Carolyn A. Wilkins. Après la rédaction de la version préliminaire du rapport, les auteurs ont rencontré le gouverneur, les sous-gouverneurs et des membres du personnel de la Banque du Canada. Cependant, tous les points de vue formulés dans ce rapport sont ceux des auteurs et peuvent ne pas refléter ceux exprimés lors de ces rencontres.

À notre avis, l'Examen offre un résumé détaillé, équilibré et crédible des mesures prises par la Banque durant la pandémie, de leur séquence, de leur justification et de leur incidence attendue. Il fournit également une évaluation de l'efficacité des mesures prises en présentant des preuves solides, sur la base à la fois d'analyses internes et de recherches externes.

Parallèlement, l'Examen fait état des conséquences non souhaitées que pourraient avoir eues les mécanismes visant à soutenir le fonctionnement des marchés, l'assouplissement quantitatif et les indications prospectives, ce qui montre que la Banque est disposée à évaluer de manière critique ses propres politiques. Il tire aussi des leçons importantes, ce qui affiche la volonté de la Banque d'adopter de meilleures politiques à l'avenir. De plus, l'Examen soulève un certain nombre de questions clés auxquelles les économistes ne sont pas encore en mesure de répondre, mais qui devraient être des sujets d'analyse prioritaires dans les années à venir.

L'une des grandes forces de l'Examen est sa rédaction claire et accessible. En effet, les concepts économiques complexes y sont expliqués d'une manière que les gens peuvent comprendre. Cette clarté devrait renforcer la confiance et la transparence en permettant au public de saisir l'importance et la raison d'être des décisions de politique monétaire de la Banque. À notre avis, publier, en parallèle avec l'Examen, des résumés, des guides et d'autres communications plus courtes et plus simples pourrait améliorer encore l'accessibilité.

Sur le fond, la Banque a réagi aux défis extraordinaires découlant de la pandémie en mettant en œuvre rapidement une vaste gamme de politiques équilibrées, dont certaines ont été adoptées dans d'autres pays. Elle a aussi intégré des éléments novateurs à son intervention pour l'adapter aux caractéristiques propres à l'économie canadienne. Cette réponse audacieuse, en temps opportun, a apporté un soutien essentiel à l'économie pendant une période de tensions. De même, elle a permis à la Banque de remplir son mandat qui consiste à assurer la stabilité des prix après les chocs inflationnistes exceptionnels qui ont frappé l'économie. D'un point de vue international, l'intervention de la Banque a été semblable à celle d'autres grandes économies avancées et était conforme aux pratiques exemplaires des banques centrales à ce moment-là.

Nous sommes d'accord avec les conclusions générales de l'Examen, et en particulier avec la nécessité d'améliorer la communication sur les objectifs, la structure, les interactions et les stratégies de sortie des outils de politique monétaire non traditionnels. Nous soulevons également un certain nombre de questions en suspens qu'il serait utile d'aborder et qui sont importantes pour mieux réagir aux crises futures. Plus précisément, nous soulignons six points.

Premièrement, nous convenons qu'il faut distinguer plus clairement les mesures prises pour soutenir le fonctionnement des marchés et l'assouplissement quantitatif mené pour entraîner une détente monétaire. À cet égard, l'Examen indique qu'il y avait une distinction entre ces deux outils au sein de la Banque lorsqu'ils ont été utilisés, mais nous sommes d'avis que la délimitation était plutôt floue (dans toutes les banques centrales) en temps réel et qu'elle pourrait être précisée. Une distinction plus claire permettrait non seulement d'améliorer la communication concernant ces programmes, mais inciterait aussi la banque centrale à procéder à un examen minutieux de la taille, de la durée et de la structure de tout programme d'achat d'actifs à toutes les étapes pour veiller à ce qu'il soit conçu de manière à atteindre ses objectifs particuliers.

Deuxièmement, nous convenons également de l'importance d'améliorer tout programme d'achat d'obligations pour soutenir le fonctionnement des marchés qui s'avérerait nécessaire à l'avenir. Il faudrait notamment intégrer les principes clés décrits dans l'Examen, comme recourir aux prix dissuasifs, définir les conditions de sortie et de fin du programme d'achat, et préciser les différences entre ce programme et l'assouplissement quantitatif. Une conception préalable minutieuse des programmes devrait être une priorité pour qu'ils puissent être mis en œuvre rapidement en cas de crise, et avec plus de clarté pour les marchés et moins d'effets secondaires négatifs. Il faudrait aussi expliquer plus clairement pourquoi chaque programme est nécessaire, ce qu'il est censé accomplir et comment il interagit avec d'autres politiques.

Troisièmement, nous sommes d'accord avec les conclusions sur la manière d'améliorer l'assouplissement quantitatif (si nécessaire) à l'avenir. Il faudrait entre autres définir l'assouplissement d'une manière qui dépend davantage de la conjoncture, mieux établir les conditions de sortie, mieux expliquer les quantités de titres achetés, et examiner plus attentivement les coûts ainsi que les avantages potentiels. La Banque devrait aussi se demander si faire passer le taux directeur en dessous de la valeur plancher actuelle de 0,25 point de pourcentage pourrait réduire la nécessité d'un assouplissement quantitatif dans certaines circonstances.

Quatrièmement, nous sommes également d'avis que, compte tenu du niveau élevé d'incertitude quant à l'évolution de l'économie, les indications prospectives devraient nécessairement être conditionnelles. Il est essentiel d'améliorer la communication pour souligner et expliquer cette conditionnalité. Les critères de cette dernière devraient être soigneusement examinés et ajustés à l'avenir pour offrir une plus grande souplesse si l'économie ne progresse pas comme prévu.

Cinquièmement, nous sommes d'accord sur le besoin : d'améliorer les outils de prévision, notamment en accroissant le recours à des modèles comme le Terms-of-Trade Economic Model (TOTEM) qui comprennent des canaux de coûts pour l'inflation; de mettre davantage l'accent sur l'incidence des changements dans la composition de la demande; et d'intégrer des mécanismes d'établissement des prix qui dépendent de la conjoncture. D'autres modifications possibles qui pourraient améliorer les prévisions et la simulation de différents scénarios sont résumées à la section III A du présent rapport, y compris une modélisation plus minutieuse des chocs d'offre, des chocs externes, des chocs sectoriels et des scénarios qui sortent des sentiers battus.

Enfin, nous sommes d'accord sur la nécessité d'améliorer la communication et la transparence, surtout en ce qui concerne l'utilisation d'outils non traditionnels. En plus des points qu'elle a soulevés dans l'Examen et des changements qu'elle a déjà apportés, la Banque pourrait prendre d'autres mesures pour accroître davantage la transparence, notamment : publier plus rapidement des prévisions plus détaillées; fournir plus d'information sur les raisons qui justifieraient son recours éventuel à l'assouplissement quantitatif et à d'autres outils de politique monétaire non traditionnels; analyser les avantages et les inconvénients d'autres moyens utilisés par certaines banques centrales pour communiquer les divers points de vue exprimés durant les délibérations.

Après cette évaluation globalement positive de l'Examen, le présent document contient des suggestions d'informations supplémentaires qui pourraient être fournies et de questions importantes qui pourraient être abordées. La section II contient des suggestions propres aux outils de politique monétaire, y compris les mesures traditionnelles, les instruments de soutien aux marchés, la conception de l'assouplissement quantitatif et des indications prospectives, ainsi que les interactions entre les outils. La section III traite de suggestions concernant le cadre de politique monétaire, plus largement, et qui portent sur les outils de

prévision et l'amélioration de la communication et de la transparence. Bon nombre de ces suggestions comprennent des questions qui devraient être prioritaires dans les futurs travaux et qui nécessiteront une analyse plus approfondie qui dépasse le cadre de l'Examen.

## **II. Nécessité d'une discussion plus approfondie sur les outils**

### **A. Utilisation de l'outil traditionnel de politique monétaire : la modification du taux directeur**

La section 2 de l'Examen fait un bref survol du vaste éventail de mesures et d'outils de politique monétaire utilisés par la Banque en réponse à la pandémie. Le reste se concentre sur trois de ces outils : les achats d'actifs effectués pour soutenir le fonctionnement des marchés, l'assouplissement quantitatif et les indications prospectives. Bien qu'il soit logique de mettre l'accent sur ces outils non traditionnels, compte tenu de l'expérience beaucoup plus limitée du recours à ceux-ci, il serait utile d'inclure une évaluation de l'utilisation par la Banque de son outil traditionnel – soit la modification du taux directeur – durant la pandémie. Par exemple, les variations de taux directeur se sont-elles répercutées sur l'économie comme lors d'épisodes précédents? Ou les changements dans la structure de l'économie (comme ceux touchant le système bancaire) ont-ils altéré l'effet des mesures traditionnelles de politique monétaire?

Il y a aussi deux grands sujets entourant les baisses et les hausses de taux directeur qui pourraient être abordés : la valeur plancher du taux directeur et les leçons tirées des augmentations de taux inhabituellement énergiques en réaction à l'inflation postpandémique.

En réponse à la pandémie, la Banque a réduit son taux directeur pour le faire passer à 0,25 % – la même valeur plancher que plus d'une décennie plus tôt durant la crise financière mondiale – et s'est ensuite appuyée sur des politiques non traditionnelles pour accentuer la détente monétaire. Même si des membres du comité de la politique monétaire ont mentionné que la possibilité de baisser les taux sous cette valeur plancher a fait l'objet de discussions, l'Examen ne fournit qu'une courte justification des raisons pour lesquelles cela n'a pas été fait (c'est-à-dire, à cause de préoccupations concernant le fonctionnement du système financier)<sup>1</sup>. Des renseignements supplémentaires sur ces délibérations et toute analyse sous-jacente aideraient à comprendre les coûts et les avantages d'autres réductions du taux directeur durant la pandémie et à l'avenir.

L'expérience internationale donne à penser que la valeur plancher du taux directeur dans certaines économies est plus basse qu'on le croyait au moment de la crise financière mondiale. En fait, au cours de la décennie qui a précédé la pandémie, plusieurs banques centrales ont descendu leur taux directeur à des creux historiques, y compris à des niveaux négatifs, comme la Banque de Suède (-0,50 %), la Banque centrale européenne (-0,50 %<sup>2</sup>), la Banque du Japon (-0,10 %) et la Banque nationale suisse (-0,75 %). La Banque d'Angleterre a révisé à plusieurs reprises son évaluation de la valeur plancher de son taux, qui est passée de 0,50 % pendant la crise financière mondiale à 0,10 % en réponse à la pandémie. Elle est même

---

<sup>1</sup> Il y a une courte mention à la note de bas de page 1 du fait que la Banque avait estimé la valeur plancher théorique à -0,50 % en 2016 et qu'elle n'a pas fait passer le taux sous 0,25 % durant la pandémie en raison de « préoccupations pour le fonctionnement du système financier ».

<sup>2</sup> La Banque centrale européenne ajuste plusieurs taux directeurs. Le taux mentionné est le taux de la facilité de dépôt.

allée jusqu'à annoncer, en février 2021, la possibilité de faire passer le taux directeur en territoire négatif (chose qui ne s'est pas produite)<sup>3</sup>.

Cette expérience internationale indiquant que les taux directeurs peuvent descendre plus bas qu'on le croyait il y a dix ans fournit aussi un bilan mitigé des avantages et des coûts d'une telle action. Cela soulève un certain nombre de questions. La Banque a-t-elle eu des discussions pour déterminer si la valeur plancher avait changé et si abaisser davantage le taux directeur en réponse à la pandémie aurait pu diminuer le recours à des outils non traditionnels? Si les taux négatifs ne sont pas une possibilité intéressante pour le Canada, en quoi sa situation est-elle différente de celle des pays qui ont mis en place de tels taux? Même si les taux négatifs n'étaient pas une réponse optimale à la pandémie, dans quelles conditions faudrait-il les envisager à l'avenir? Bien que des taux inférieurs à 25 points de base présentent des inconvénients importants, y a-t-il des situations où des taux négatifs seraient une mesure de relance plus efficace que l'assouplissement quantitatif?

Lors de la réouverture des économies, l'activité a rebondi et l'inflation s'est accélérée, après le pire de la pandémie. Les banques centrales des économies avancées ont alors tardé à lever leurs mesures de détente monétaire. Des raisons légitimes justifiaient cette approche prudente<sup>4</sup>. En partie pour compenser ce lent démarrage, les banques centrales ont ensuite relevé les taux d'intérêt de manière plus énergique qu'au cours des récents cycles de resserrement. Elles ont augmenté davantage les taux, au total, qu'on s'y serait attendu, mais ont aussi procédé à des hausses individuelles plus importantes et plus fréquentes. Bien que l'augmentation totale des taux d'intérêt au Canada ait été conforme à celle d'autres économies avancées, la Banque a été une des institutions dont le resserrement a été le plus rapide. Par exemple, le tableau 1 en annexe montre que la Banque a relevé son taux à peu près le même nombre de fois et dans une même mesure que les autres grandes banques centrales d'économies avancées, mais qu'elle a agi plus rapidement lorsqu'elle a commencé à resserrer sa politique monétaire et a eu davantage recours à des hausses de grande ampleur (c'est-à-dire supérieures aux 25 points de base habituels des récents cycles de resserrement). La Banque a relevé son taux de 4,25 points de pourcentage au cours de la première année de resserrement (au deuxième rang après les États-Unis), a été la première banque centrale d'une économie avancée à augmenter son taux de 50 points de base en une seule réunion, puis la première à le

---

<sup>3</sup> La Banque d'Angleterre a aussi réduit son taux directeur pour le faire passer à 0,25 % en 2016 après le vote du Brexit et a déclaré qu'elle avait encore une marge de manœuvre, mais n'a pas indiqué de nouvelle valeur plancher.

<sup>4</sup> English et autres (2024) fournissent des précisions sur les raisons justifiant l'approche prudente adoptée.

1) On s'attendait à ce que la confiance dans la stabilité des attentes d'inflation – qui résulte en partie du fait que l'inflation a été inférieure à la cible dans la plupart des économies avancées pendant plus d'une décennie – fournisse un point d'ancrage qui devait atténuer la deuxième vague d'effets après le pic d'inflation initial. 2) La reprise prolongée après la crise financière mondiale de 2008 a donné à penser que les marchés du travail mettent du temps à se redresser après une forte récession. Si on ajoute à cela le fait que la courbe de Phillips a été plate au cours de la dernière décennie, on s'attendait à ce que la reprise n'ait que des effets modestes et lents sur l'augmentation des salaires et des prix. 3) Après l'effondrement sans précédent de la production et de l'emploi, il semblait y avoir des capacités excédentaires importantes, surtout compte tenu de la forte baisse du taux d'activité dans certains pays. 4) La majeure partie de la forte hausse initiale de l'inflation globale était attribuable à des chocs d'offre liés à l'invasion de l'Ukraine, le type de chocs qui sont généralement considérés comme transitoires et dont la politique monétaire pourrait faire abstraction. Voir aussi Forbes et autres (2024) pour des données indiquant que les banques centrales des économies avancées ont tardé à commencer à remonter les taux d'intérêt par rapport aux cycles historiques.

relever de 100 points de base au cours d'une seule réunion (une seule autre banque centrale d'une économie avancée a procédé à une hausse individuelle d'une telle ampleur depuis la pandémie).

Ce relèvement plus énergique des taux d'intérêt soulève un certain nombre de questions, d'autant plus que la Banque diminue maintenant les taux plus vigoureusement que les autres banques centrales d'économies avancées. Quelles ont été les principales raisons du lent relèvement, au départ, des taux d'intérêt (par exemple, des erreurs de prévision ou des défis liés à l'ordre de déploiement des mesures compte tenu des contraintes liées aux indications prospectives et à l'assouplissement quantitatif)? Si la Banque avait fourni un moins grand degré de détente monétaire durant la pandémie ou si elle avait commencé à retirer les mesures de détente plus tôt, cela aurait-il permis de réduire considérablement les hausses de taux d'intérêt qui ont été nécessaires par la suite? Ou est-ce que cela aurait simplement permis à la Banque de relever les taux à un rythme plus lent et plus conforme à ce qui s'est fait par le passé? Y a-t-il des preuves que les hausses de taux plus énergiques ont été avantageuses, comme l'envoi d'un signal plus fort sur l'engagement de la Banque à rétablir la stabilité des prix (et donc un meilleur ancrage des attentes d'inflation), et auraient potentiellement réduit les hausses de taux totales qui ont été nécessaires par la suite? Ces hausses de taux de grande ampleur ont-elles causé des problèmes (pour la stabilité financière, les ménages ou les entreprises)? Ou est-ce le niveau plus élevé des taux d'intérêt (et non la trajectoire des hausses) qui a posé des difficultés? Question peut-être plus importante encore : quelles sont les leçons à tirer pour l'avenir? Avec le recul, les hausses énergiques de taux directeur ont-elles compensé le fait que la Banque a tardé à entamer le relèvement? Ou ont-elles conduit à un resserrement excessif et créé des risques évitables pour la stabilité financière?

## **B. Évaluation d'autres mécanismes et programmes adoptés en réponse à la pandémie**

La figure 2 de l'Examen montre la chronologie des nombreux nouveaux mécanismes et programmes annoncés en mars et avril 2020, au cours de la période de graves tensions sur les marchés financiers. Il s'est passé beaucoup de choses durant cette période. La Banque a en effet lancé « dix programmes exceptionnels pour rétablir le fonctionnement des marchés », dont neuf « étaient mis en œuvre pour la première fois ». La figure met en évidence la diversité et l'étendue de ces programmes, y compris le mécanisme élargi de prise en pension à plus d'un jour, la facilité d'achat d'acceptations bancaires, le Programme d'achat d'Obligations hypothécaires du Canada, le Programme d'achat de titres provinciaux sur les marchés monétaires, le Programme d'achat de papier commercial, le mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour, le Programme d'achat d'obligations provinciales, le Programme d'achat d'obligations de sociétés et les achats additionnels de bons du Trésor du gouvernement du Canada. La section 3 de l'Examen présente ensuite une évaluation de l'ensemble de ces programmes de soutien aux marchés et donne des précisions sur les programmes les plus importants, en mettant l'accent sur le Programme d'achat d'obligations du gouvernement du Canada (PAOGC).

Cette analyse utile aborde la plupart des questions clés concernant ces programmes en général. De plus, l'accent mis sur le PAOGC est logique, car il s'agit non seulement du plus gros programme, mais aussi du plus lent à dénouer (puisque'il est devenu un programme d'assouplissement quantitatif et que la plupart des actifs actuellement détenus par la Banque ont été achetés dans le cadre de ce programme). Toutefois, il serait pertinent d'examiner davantage les programmes autres que le PAOGC, y compris d'évaluer comment chacun s'inscrit dans la stratégie globale de soutien au fonctionnement des marchés et de déterminer les leçons à tirer pour leur utilisation future dans le cadre d'un ensemble plus vaste d'outils. Certes, l'Examen mentionne d'autres études (par exemple, Fernandes et Muller, 2023; Johnson, 2023; et

Gravelle, 2023) qui font une analyse plus approfondie de chaque programme et de son efficacité, et contiennent des recommandations pour l'avenir. L'Examen n'a pas besoin de répéter le contenu de ces longs documents, mais il gagnerait à discuter davantage des principales grandes conclusions de ceux-ci et des recommandations qui devraient être prioritaires si les programmes étaient utilisés de nouveau à l'avenir.

Plus précisément, une section de l'Examen pourrait évaluer la façon dont chaque mécanisme s'inscrit dans la gamme de programmes et déterminer si les réponses de la Banque aux questions suivantes diffèrent de celles des autres analyses. Quels étaient les objectifs propres à chacun des programmes (et visaient-ils uniquement à soutenir un marché en particulier ou contribuaient-ils aussi à l'assouplissement quantitatif) et est-ce que d'autres programmes permettraient d'atteindre ces objectifs? Quelles ont été les évaluations effectuées en aval pour établir si les avantages des programmes excédaient leurs coûts (y compris leurs effets secondaires tels que la création d'un aléa moral)? Un sous-ensemble de programmes – ou même seulement le PAOGC combiné à des taux d'intérêt plus bas (peut-être inférieurs à 0,25 %) – permettrait-il d'atteindre l'objectif principal de soutenir le fonctionnement des marchés? Si l'un des buts importants de ces mécanismes était d'« atténuer les pressions de financement subies par les banques canadiennes » (comme il est indiqué à la page 24 de l'Examen), y a-t-il des moyens plus directs d'atteindre cet objectif à l'avenir (par exemple, à l'aide de nouveaux programmes subventionnant l'octroi de crédit par les banques ou de l'expansion du financement existant par l'entremise des programmes de crédit proposés par Exportation et développement Canada ou la Banque de développement du Canada)<sup>5</sup>?

En plus de répondre à ces questions sur chaque mécanisme dans le contexte de la pandémie, il est important de s'appuyer sur cette analyse pour penser à demain, et déterminer comment et dans quelles conditions l'un ou l'autre de ces programmes devrait être envisagé à l'avenir. Pour être mieux préparée, la Banque devrait aborder certaines questions. Quels programmes ou mécanismes devraient être envisagés dans les périodes futures de tensions sur les marchés (et lesquels devraient être exclus)? Pourquoi (et pourquoi pas)? Quels critères devraient déclencher l'utilisation de chaque mécanisme? À la lumière de l'expérience de la pandémie, y a-t-il des moyens d'améliorer la conception de programmes en particulier? Quelle planification détaillée faudrait-il faire a priori pour que les mécanismes puissent être rapidement activés, y compris établir des règles précises sur les garanties acceptables? De nombreuses autres banques centrales ont aussi lancé un ensemble de programmes multifacettes de soutien aux marchés. Y a-t-il des leçons à tirer de l'expérience internationale pour la conception de mécanismes semblables à ceux de la Banque, ainsi que pour des types de mécanismes entièrement nouveaux qui n'ont pas été offerts<sup>6</sup>? Enfin, comme nous l'expliquons plus en détail à la section II D, y a-t-il des interactions importantes entre l'utilisation de mécanismes individuels? Par exemple, est-ce que des programmes d'achat d'actifs ont été

---

<sup>5</sup> Par exemple, le Royaume-Uni a mis en place le nouveau Term Funding Scheme for Small and Medium Enterprises (TFSME) basé sur d'anciens programmes et l'Australie a adopté le Term Funding Facility (TFF), qui offraient tous deux essentiellement des incitations pour les banques à octroyer des prêts. Le programme britannique accordait la priorité aux prêts aux petites entreprises. La Banque centrale européenne a eu recours à des opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO), en proposant des prêts à terme aux banques de la zone euro à un taux inférieur à son taux de rémunération des dépôts. Il est généralement possible de mettre fin à de tels programmes plus rapidement et en ayant moins à se soucier des perturbations des marchés que si l'on devait dénouer les actifs achetés dans le cadre de programmes d'assouplissement quantitatif.

<sup>6</sup> Wilkins (2024), par exemple, donne une perspective intéressante sur l'expérience de la Banque d'Angleterre.

complémentaires et ont généré de plus grosses baisses de rendement, de sorte que leur incidence a été multiplicatrice plutôt que cumulative?

### **C. Conception de l'assouplissement quantitatif, d'autres programmes et des indications prospectives**

La rapide progression de la pandémie et ses effets quasi immédiats sur les marchés financiers ont laissé à la Banque peu de temps pour discuter de l'assouplissement quantitatif et des autres programmes, les planifier et les concevoir avant leur mise en œuvre. Il y a sans aucun doute des leçons à tirer de cet épisode. L'Examen aborde les aspects les plus importants à prendre en compte si ces programmes devaient être de nouveau utilisés, tels que : mieux distinguer les achats effectués pour soutenir le fonctionnement des marchés de l'assouplissement quantitatif, définir clairement les conditions de sortie, revendre les obligations achetées pour soutenir le fonctionnement des marchés dès que les tensions s'apaisent, baser les modalités de l'assouplissement quantitatif sur la conjoncture et recourir plus largement aux prix dissuasifs. Tous ces éléments sont cruciaux et constituent un bon point de départ. Néanmoins, une planification encore plus détaillée au cas où ces mécanismes devraient être utilisés de nouveau serait utile, d'autant plus que les changements technologiques ont accéléré la vitesse à laquelle les ruées bancaires et les crises peuvent se produire (comme le montre l'exemple récent du rythme sans précédent des retraits massifs à la Silicon Valley Bank, en 2023). À l'avenir, les décisionnaires pourraient avoir encore moins de temps pour réagir à une période de graves tensions sur les marchés financiers. Par conséquent, il serait bon de saisir cette occasion de tirer des enseignements concrets de l'utilisation de chaque mécanisme<sup>7</sup>.

L'un des principaux défis mis en évidence dans l'Examen concerne la distinction entre les achats d'obligations destinés à soutenir le fonctionnement des marchés et ceux visant à entraîner un assouplissement quantitatif. Dans le cadre des mesures prises en réponse à la COVID-19, cette distinction n'était pas toujours claire, ce qui a contribué à une certaine ambiguïté relativement aux objectifs de la Banque. Faire la distinction entre les objectifs de stabilité financière et de stabilité des prix est complexe en soi, mais il serait avantageux pour les banques centrales d'essayer de mieux expliciter cette distinction afin d'éviter une confusion similaire à l'avenir. Cela faciliterait aussi une conception plus minutieuse de tout programme et la possibilité de déterminer si son ampleur, sa portée et sa structure conviennent à ses objectifs spécifiques. Plus précisément, la conception des programmes devrait comporter une communication distincte précisant si l'objectif des achats d'actifs est le soutien au fonctionnement des marchés ou l'assouplissement quantitatif. La Banque pourrait également nommer les programmes différemment en fonction de leur objectif principal. Elle pourrait aussi mettre à contribution différents groupes pour concevoir les programmes et voter sur leur utilisation. Par exemple, la Banque d'Angleterre fait voter son comité sur la politique financière sur les achats qui visent à soutenir le fonctionnement des marchés et son comité de la politique monétaire sur les questions entourant l'assouplissement quantitatif. Enfin, il faudrait définir des lignes directrices différentes sur les quantités d'actifs achetés et le rythme des achats, selon l'objectif visé.

Nous souscrivons aussi tout à fait à la conclusion de l'Examen selon laquelle des indications prospectives conditionnelles – qui lient les engagements de politique monétaire à des conditions économiques particulières – pourraient donner à la Banque une plus grande souplesse et réduire le risque qu'elle se

---

<sup>7</sup> Pour une analyse beaucoup plus détaillée des différents aspects de la conception des programmes qui devraient être envisagés, voir Buitier, Cecchetti, Dominguez et Serrano (2023).

retrouve coincée sur une trajectoire qui n'est plus adaptée à l'évolution de la situation économique. À cet égard, il serait utile d'évaluer si les critères liés à la conjoncture utilisés dans le cadre des mesures prises en réponse à la pandémie étaient appropriés. Plus précisément, ces critères pourraient-ils être mieux conçus pour donner plus de souplesse à la Banque? Ou une plus grande flexibilité nuirait-elle à l'efficacité de la Banque? Compte tenu des délais longs et variables avant que la politique monétaire fasse sentir ses effets, la Banque devrait-elle pouvoir modifier les taux avant que les capacités excédentaires se soient résorbées (plutôt que d'attendre qu'elles se soient résorbées, conformément aux indications données durant la pandémie)? Et puisqu'on sait à quel point il est difficile de mesurer les capacités excédentaires, en particulier en période d'incertitude accrue et de changements structurels, les indications devraient-elles être basées sur cette mesure?

#### **D. Interactions entre les outils, les mécanismes et les interventions**

Comme nous l'avons vu plus haut, la Banque a réagi rapidement à la pandémie en mettant en place un ensemble de programmes et de mécanismes multifacettes. Parallèlement, le gouvernement a annoncé un large éventail de politiques, y compris un soutien budgétaire substantiel, et d'autres pays ont mis en œuvre une gamme de mesures qui ont touché directement et indirectement le Canada (allant d'accords de swap de devises entre banques centrales à des restrictions touchant le commerce et les déplacements). Il serait bon de discuter davantage des interactions entre ces politiques, au lieu de se contenter de les analyser individuellement. Une analyse complète des interventions budgétaires et internationales serait longue et dépasserait la portée de l'Examen. Il serait toutefois utile d'aborder certains aspects de l'interaction entre la politique monétaire et la politique budgétaire, ainsi que d'analyser beaucoup plus en profondeur l'action réciproque des divers programmes de la Banque. Ce serait pertinent pour bien comprendre les coûts, les avantages et l'efficacité globale de chacun des outils et des programmes, ainsi que pour être en mesure de mieux évaluer quelle combinaison de politiques devrait être envisagée en réponse aux crises futures.

Tout d'abord, il serait avantageux de distinguer les effets complémentaires ou substituables de la politique monétaire et de la politique budgétaire durant la pandémie (et plus tard pendant l'épisode inflationniste), en particulier en ce qui concerne les outils non traditionnels. Même si ces deux politiques devraient demeurer indépendantes, l'Examen n'aborde pas la question de savoir si un meilleur échange d'information avec l'autorité budgétaire durant la pandémie aurait permis à la Banque d'obtenir des renseignements utiles pour déterminer l'ampleur de la détente monétaire requise. Une telle communication aurait-elle pu diminuer le volume d'actifs achetés par la suite? Il serait également intéressant d'évaluer plus soigneusement la relation entre l'assouplissement quantitatif et la politique budgétaire pour ce qui est des changements, de manière plus générale, dans la structure des échéances de la dette publique. Une telle évaluation pourrait aider à faire fonctionner les deux politiques ensemble pour soutenir la stabilité économique pendant mais aussi après la crise. Les types d'achats effectués dans le cadre de l'assouplissement quantitatif et leur taille optimale peuvent changer en fonction de l'évolution de la dette publique. Par exemple, l'efficacité du programme initial d'assouplissement quantitatif pour ce qui est de l'extraction du risque de duration peut diminuer si l'augmentation de la dette publique dépasse les prévisions initiales de la banque centrale. Ainsi, cette dernière peut devoir ajuster l'ampleur ou la composition de l'assouplissement quantitatif (ou la structure des émissions de titres de dette) pour maintenir l'effet souhaité. Dans l'ensemble, il serait utile d'examiner plus en détail comment l'évolution du contexte budgétaire influe sur la conception et l'efficacité des différents outils de politique monétaire.

Ensuite, il serait souhaitable d'examiner plus exhaustivement les interactions entre les ajustements « traditionnels » du taux directeur et les diverses politiques « non traditionnelles ». Pour commencer, durant la période au cours de laquelle la Banque assouplissait sa politique monétaire, si elle avait abaissé encore plus le taux directeur (y compris pour atteindre des niveaux négatifs), quelle aurait été l'interaction avec l'assouplissement quantitatif et les mesures de soutien aux marchés? Est-ce que l'ampleur des mesures nécessaires d'assouplissement quantitatif et de soutien aux marchés aurait été moindre? Ou bien ces mesures sont-elles moins efficaces quand le taux directeur est plus bas, de sorte qu'il faudrait procéder à davantage d'achats d'actifs pour atteindre un degré donné de détente ou de soutien aux marchés?

Il existe également un certain nombre d'interactions potentiellement importantes entre les modifications de taux directeur et les mesures non traditionnelles pendant le resserrement postpandémique. Le recours à l'assouplissement quantitatif ou aux indications prospectives a-t-il nui à la capacité de la Banque de passer de la détente au resserrement monétaire à mesure que l'inflation augmentait? Si c'est le cas, est-il possible de mieux concevoir l'assouplissement quantitatif et les indications prospectives pour qu'il soit plus facile d'ajuster la politique monétaire quand la conjoncture change?

Ces interactions entre les ajustements du taux directeur et les politiques régissant le bilan sont aussi importantes, au-delà de la réponse immédiate à la pandémie et à la flambée d'inflation qui a suivi. Bien que la Banque ait réduit ses avoirs en obligations plus rapidement que la plupart des banques centrales, son bilan restera plus élevé qu'avant la pandémie durant une période prolongée (surtout en raison des obligations d'État achetées dans le cadre des programmes d'assouplissement quantitatif). Comme il est indiqué dans l'Examen, ce plus gros bilan fait en sorte que le résultat net de la Banque est plus sensible aux variations du taux directeur. Bien que l'Examen comprenne une analyse utile des récentes répercussions budgétaires de cette croissance du bilan, il serait bon de poursuivre la discussion pour répondre à d'autres questions<sup>8</sup>. Lorsque la Banque a lancé de nouveaux programmes de soutien aux marchés et d'assouplissement quantitatif en réponse à la pandémie, a-t-elle tenu compte de la façon dont un bilan élevé pourrait interagir avec des ajustements de taux imprévus? Est-ce que cela pourrait restreindre la portée de la politique monétaire à l'avenir? Les programmes d'assouplissement quantitatif auraient-ils été utilisés avec plus de prudence si l'on avait mieux compris les coûts potentiels des hausses de taux (pondérés en fonction des avantages de ces programmes)? Y a-t-il des leçons à tirer relativement à la stratégie appropriée à adopter pour les types d'obligations à acheter dans le cadre d'un futur programme d'assouplissement quantitatif<sup>9</sup>? Dernière question, et non la moindre, y a-t-il eu à un moment donné un conflit entre les objectifs de stabilité financière et de la politique monétaire – et si cela s'est produit – comment a-t-il été résolu?

En ce qui concerne plus précisément le sujet clé des implications budgétaires de l'assouplissement quantitatif, une question en particulier qui mériterait d'être davantage étudiée est celle de savoir comment

---

<sup>8</sup> Voir Cecchetti et Hilscher (2024) pour une comparaison utile de ces gains et pertes par rapport à ceux d'autres grandes banques centrales.

<sup>9</sup> Par exemple, la Banque du Canada a acheté des obligations d'une durée plus courte que la plupart des autres banques centrales. Il a ainsi été plus facile pour la Banque de réduire rapidement la taille de son bilan en laissant les obligations simplement sortir du bilan à leur échéance sans avoir à les vendre activement. Cependant, mettre en place un programme d'assouplissement quantitatif en ayant un portefeuille composé d'obligations à plus courte échéance a peut-être moins stimulé l'économie, car cela a entraîné une réduction moindre des rendements des obligations à plus long terme. Et il a été démontré que l'assouplissement quantitatif produit ses plus grands effets par l'intermédiaire des titres à long terme.

mieux atténuer le risque de taux d'intérêt et tenir compte des pertes provenant des avoirs en actifs. Une approche consisterait à explorer la possibilité de conclure des conventions d'indemnisation plus étendues avec l'autorité budgétaire. De plus, comme l'ont fait d'autres banques centrales, la Banque pourrait conserver les gains différentiels générés pendant l'assouplissement quantitatif (comme les intérêts sur les actifs), au lieu de les remettre immédiatement au gouvernement. Ces bénéfices non répartis pourraient ensuite être utilisés comme provisions pour protéger la Banque du risque de taux d'intérêt et de pertes futures qui pourraient découler de la hausse des taux d'intérêt, notamment. Toutefois, ce genre de changements nécessiterait des modifications à la *Loi sur la Banque du Canada*. Une autre approche consisterait à établir des règles prédéfinies pour la recapitalisation automatique de la banque centrale si les réserves tombent en dessous d'un certain seuil. La tenue de ces discussions avant la prochaine crise garantirait un financement stable à la Banque et éviterait des discussions politiques difficiles en période de tensions, en cas de déficit de financement.

Enfin, outre les interactions entre le taux directeur et les outils non traditionnels, il serait utile d'examiner celles entre les divers outils non traditionnels utilisés en réponse à la pandémie. Par exemple, comment l'assouplissement quantitatif a-t-il interagi avec les achats d'obligations visant à soutenir le fonctionnement des marchés (dans la mesure où ces deux types d'interventions peuvent être différenciés) et les autres mécanismes de soutien aux marchés énumérés à la figure 2? Si l'assouplissement quantitatif avait été lancé plus tôt, tous les programmes de soutien aux marchés seraient-ils encore nécessaires? Comment les indications prospectives ont-elles interagi avec l'assouplissement quantitatif? Si une grande partie des effets de l'assouplissement vient du fait que cette mesure indique que les taux seront bas pendant longtemps, la Banque pourrait-elle atteindre ce but en fournissant des indications prospectives sans devoir acheter des actifs? Ou est-ce que les indications prospectives rendent l'assouplissement quantitatif plus efficace? Si les indications prospectives ont peu d'effets, serait-il possible d'avoir les mêmes résultats en procédant à l'assouplissement quantitatif sans s'appuyer sur des indications, ce qui pourrait offrir plus de flexibilité pour ajuster rapidement la politique monétaire lorsque l'économie ne progresse pas comme prévu?

### **III. Suggestions concernant un cadre plus large pour les décisions de politique monétaire**

#### **A. Nécessité d'améliorer les outils de prévision**

Comme nous l'avons mentionné dans l'introduction, l'Examen contient une discussion utile sur la qualité des prévisions au cours de la période étudiée ainsi que des pistes d'amélioration. Cette discussion vient s'ajouter à la description des erreurs de prévision fournie dans le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet 2022<sup>10</sup>. Cependant, compte tenu des erreurs importantes observées et de leur pertinence de premier ordre pour les décisions de politique monétaire, l'analyse pourrait être approfondie, par exemple en comparant l'exactitude des prévisions de la Banque à celles d'autres grandes banques centrales<sup>11</sup>.

Nous sommes d'accord avec les suggestions faites dans l'Examen pour améliorer les prévisions, par exemple : accroître le recours à des modèles (comme TOTEM) qui comprennent des canaux de coûts pour

---

<sup>10</sup> Voir l'analyse des erreurs de prévision durant la pandémie fournie dans l'annexe du *Rapport sur la politique monétaire* publié par la Banque en juillet 2022.

<sup>11</sup> Pour une analyse des principaux facteurs qui expliquent les erreurs contenues dans les projections du personnel de la Banque centrale européenne, voir Chahad et autres (2022 et 2024).

l'inflation; mettre davantage l'accent sur l'incidence des changements dans la composition de la demande; et intégrer des mécanismes d'établissement des prix qui dépendent de la conjoncture. De plus, cinq autres aspects de l'établissement des prévisions pourraient être améliorés. D'autres banques centrales (ainsi que la Banque du Canada) ont d'ailleurs mentionné que ces aspects ont contribué aux erreurs de prévision importantes constatées autour de la pandémie.

Premièrement, il faut mieux comprendre les chocs qui expliquent la dynamique de l'inflation. Il faudrait notamment élaborer de meilleurs modèles permettant d'établir une distinction claire entre l'offre et la demande dans l'économie, ainsi qu'entre les chocs intérieurs et mondiaux. Il faut également mieux comprendre les chocs à l'origine des mouvements de taux de change afin d'évaluer leur impact, plus largement. La prise en compte d'informations sur la source sous-jacente des chocs deviendra probablement encore plus cruciale à l'avenir. En effet, le rôle de l'offre et des chocs mondiaux pourrait continuer à prendre de l'importance en raison, par exemple, du contexte géopolitique et de phénomènes climatiques. Comment le rôle des chocs d'offre et des chocs mondiaux a-t-il évolué au fil du temps au Canada? Quels sont les effets de cette évolution sur la capacité de formuler une réponse de politique monétaire appropriée? Dans quelles conditions peut-on faire abstraction de certains chocs et quand des mesures de politique monétaire plus énergiques doivent-elles être prises?

Deuxièmement, il faut utiliser davantage les données sectorielles et les renseignements sur les marchés. La pandémie a mis en évidence l'importance de biens et de secteurs en particulier (tels que les semi-conducteurs et la place différente des biens par rapport aux services dans le commerce). Certains types de chocs pourraient entraîner des changements dans la composition de la production et de la demande qui ont des effets significatifs sur l'évolution de l'inflation, des effets différents de ceux des chocs plus généralisés à l'échelle de l'économie. Comment les diverses incidences sectorielles de la pandémie ont-elles nui à la précision des modèles de prévision standards? Les effets asymétriques ressentis durant cette période pourraient-ils se produire de nouveau? Comment ces éléments peuvent-ils être intégrés dans les modèles existants, ou est-ce que des cadres entièrement nouveaux sont nécessaires?

Troisièmement, il faut tenir compte des relations non linéaires entre les principales variables économiques. L'Examen souligne que la transmission des coûts aux prix a été plus rapide que prévu durant la pandémie, ce qui pourrait refléter les non-linéarités découlant de l'ampleur des chocs et de leur composition sectorielle. Il pourrait également y avoir des non-linéarités dans la façon dont les mouvements de taux de change se répercutent sur les prix. À l'avenir, si les chocs mondiaux continuent d'être considérables, il sera plus important de comprendre les effets non linéaires des hausses de coûts et du taux de change sur les prix à la consommation. En quoi les effets des gros chocs sont-ils différents de ceux des chocs plus petits? Comment est-ce que l'établissement des prix et des salaires change? Et y a-t-il des non-linéarités qui dépendent de la direction du choc (c'est-à-dire s'il fait monter ou baisser les prix) et de son ampleur? Enfin, et cette question est cruciale, la transmission de la politique monétaire est-elle différente en présence de chocs majeurs?

Quatrièmement, il est important d'améliorer les outils de prévision analytique pour tenir compte de la forte incertitude et de son incidence sur la conduite de la politique monétaire. Bien sûr, ce n'est pas tâche facile, d'autant plus que l'incertitude peut être davantage due à des enjeux géopolitiques qu'économiques. En termes pratiques, cela devrait signifier que, lors de la prise de décisions, il est essentiel de disposer non seulement d'un scénario de référence, mais également d'autres scénarios qui simulent différentes

trajectoires pour les hypothèses sous-jacentes au scénario de référence<sup>12</sup>. Cela veut aussi dire que la politique monétaire doit être souple et pouvoir être ajustée rapidement si le contexte économique change de manière inattendue. Comment exprimer cette incertitude d'une manière compréhensible pour le public?

Enfin, une réévaluation du cadre de prévision devrait inclure une discussion sur le rôle des attentes d'inflation. Les attentes d'inflation sont au cœur d'une grande partie de la recherche universitaire, elles sont cruciales pour de nombreuses banques centrales et elles ont joué un rôle important dans les efforts pour faire baisser l'inflation après la série de chocs externes qui ont frappé l'économie. Nous avons donc été étonnés par le peu d'attention qui leur a été accordée dans l'Examen. Il serait utile de mieux comprendre le rôle des attentes, leur incidence sur l'inflation et leur interaction avec les mesures de politique monétaire mises en place pour répondre à la crise. Les attentes d'inflation sont-elles restées bien ancrées pendant la flambée d'inflation postpandémique? Dans quelle mesure cet ancrage a-t-il été important pour faire baisser l'inflation? La Banque peut-elle compter sur le fait que les attentes demeureront bien ancrées si un autre choc inflationniste survient alors que le récent épisode d'inflation est encore frais à la mémoire des gens?

#### **B. Suggestions pour améliorer la communication et la transparence**

L'Examen reconnaît l'importance d'améliorer la communication. À cet égard, la Banque pourrait envisager d'accroître la transparence en fournissant plus souvent des renseignements plus détaillés sur les projections macroéconomiques et les évaluations des risques internes qui éclairent ses décisions de politique monétaire. Plus précisément, de nombreuses projections et évaluations quantitatives des risques essentielles qui sont effectuées à l'interne sont actuellement rendues publiques avec un décalage de cinq ans. Des projections et évaluations plus opportunes (fournies, par exemple, sur une base trimestrielle ou en même temps que la publication du *Rapport sur la politique monétaire*) pourraient faciliter considérablement la compréhension du processus décisionnel par le public. Cela harmoniserait aussi les pratiques de la Banque avec celles d'autres banques centrales, notamment la Réserve fédérale américaine et la Banque centrale européenne.

Une autre suggestion pour améliorer la communication des décisions de politique monétaire serait d'intégrer davantage d'analyses de scénarios à la prise de décisions. Le personnel de la Banque envisage actuellement d'incorporer cette approche à son processus trimestriel d'établissement de prévisions<sup>13</sup>. La Banque pourrait ainsi présenter un éventail d'issues économiques possibles fondées sur diverses hypothèses et incertitudes, plutôt que de se concentrer sur une seule prévision de référence. Cette approche pourrait être particulièrement utile quand l'incertitude est accrue, que les chocs externes sont importants (comme nous l'avons vu ci-dessus), et que la trajectoire de l'économie pourrait être très différente en fonction d'événements indépendants de la volonté de la Banque, des événements qui sont difficiles à définir comme des intervalles d'erreur autour d'une prévision centrale. Une telle approche aurait été des plus utiles durant la pandémie, car les modèles traditionnels n'ont pas été en mesure de saisir les nouvelles relations économiques qui ont alors émergé. Ce type de communication pourrait aider

---

<sup>12</sup> L'Examen reconnaît l'importance de cet enjeu et indique que le personnel de la Banque réfléchit actuellement à des moyens de tenir compte d'un plus grand éventail de scénarios économiques plausibles dans ses projections trimestrielles.

<sup>13</sup> Bernanke (2024) passe en revue le cadre de prévision et de politique monétaire de la Banque d'Angleterre, et propose aussi un recours accru à l'analyse de scénarios.

le public et les participants au marché à mieux comprendre les risques et les impondérables qui sous-tendent les décisions de politique monétaire, et rendre les actions de la Banque plus prévisibles. Y a-t-il d'autres banques centrales qui ont utilisé cette approche avec succès et dont l'expérience pourrait être reproduite au Canada?

En plus de ces changements dans les types d'analyses fournies au public, il serait utile de poursuivre sur la lancée des mesures prises récemment pour donner davantage d'information sur les perspectives au sein de la Banque et les délibérations qui y ont lieu. La Banque a déjà réalisé d'importants progrès depuis la pandémie. Par exemple, depuis janvier 2023, elle publie un résumé des délibérations du Conseil de direction, et le gouverneur et la première sous-gouverneure font maintenant une conférence de presse après chaque annonce de taux directeur (plutôt que seulement une fois sur deux). Pendant qu'elle évalue l'incidence de ces changements, la Banque pourrait aussi analyser les avantages et les inconvénients d'autres moyens utilisés par certaines banques centrales pour améliorer encore plus la transparence et communiquer les divers points de vue exprimés par les membres du Conseil<sup>14</sup>. Il faudrait juger ces possibilités en se demandant si elles permettraient (ou non) d'améliorer l'efficacité des mesures de politique monétaire, et si elles aideraient le public et les participants au marché à comprendre et anticiper les actions de la Banque, pour qu'ils soient mieux préparés à tout changement de politique à venir.

Enfin, et comme il est mentionné dans l'Examen, la Banque devrait s'efforcer en priorité de communiquer plus d'information sur les raisons pour lesquelles elle a recours à l'assouplissement quantitatif et à d'autres outils de politique monétaire non traditionnels. Compte tenu de l'utilisation novatrice de ces outils, et des grandes différences entre ceux-ci et les outils traditionnels, il est encore plus important que la Banque fasse preuve de transparence quant aux décisions entourant le recours à ces nouveaux programmes et leur élaboration, y compris la détermination de la taille et du calendrier des programmes d'assouplissement quantitatif. De plus, des explications détaillées devraient être fournies relativement à l'établissement de la taille des achats dans le cadre de l'assouplissement quantitatif qui permettra d'atteindre des objectifs précis en matière d'inflation ou de croissance. Une telle transparence donnerait des informations précieuses sur le processus décisionnel et améliorerait la clarté et l'efficacité de la stratégie de communication de la Banque. Une communication plus claire pourrait aider à démystifier l'objectif et les effets de ces mesures, que le grand public comprend souvent mal. Il serait particulièrement utile de dissiper les idées fausses du public sur l'assouplissement quantitatif, compte tenu de l'utilisation qui pourrait être faite de cet outil dans des circonstances extraordinaires laissant souvent peu de temps pour une analyse nouvelle et détaillée.

Dans l'ensemble, la Banque dispose d'un certain nombre de moyens pour continuer à explorer et à peaufiner des méthodes accessibles pour communiquer ses décisions de politique monétaire. C'est particulièrement important pour les outils nouveaux et non traditionnels qui ont été introduits dans des circonstances exceptionnelles, et sur lesquels il faudra peut-être s'appuyer à l'avenir. Fournir plus d'information en temps opportun devrait aider la population canadienne à mieux comprendre les mesures prises et à leur faire confiance. Certes, de nombreuses banques centrales sont confrontées aux mêmes défis en matière de communication, mais la nécessité de mieux communiquer est encore plus pressante en raison de l'élargissement des pouvoirs de ces institutions en réponse aux crises récentes. Compte tenu

---

<sup>14</sup> Il pourrait s'agir, par exemple, d'évaluer la possibilité de permettre des votes individuels sur des décisions clés ou de fournir des diagrammes par points.

du rôle élargi des banques centrales, il est encore plus essentiel qu'elles examinent attentivement les décisions prises par le passé, mais aussi qu'elles évaluent continuellement comment s'améliorer à l'avenir.

**Annexe – tableau 1**  
**Caractéristiques du cycle de relèvement des taux dans les économies avancées après la pandémie**

	Hausse totale de taux	Nombre de hausse de taux	Taille moyenne des hausses	Variation globale de taux sur		Nombre de hausses ≥		
				6 mois	12 mois	50 pb	75 pb	100 pb
Australie	4,25	13	0,33	2,50	3,50	4	0	0
<b>Canada</b>	<b>4,75</b>	<b>10</b>	<b>0,48</b>	<b>2,25</b>	<b>4,25</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>1</b>
BCE	4,50	10	0,45	2,50	4,00	6	2	0
Nouvelle- Zélande	5,25	12	0,44	0,75	2,75	8	1	0
Norvège	4,50	14	0,32	0,50	1,75	4	0	0
Suède	4,25	8	0,47	1,75	3,00	5	2	1
Suisse	2,50	5	0,50	1,25	2,25	4	1	0
Royaume-Uni	5,15	14	0,37	0,90	2,90	6	1	0
États-Unis	5,25	11	0,48	2,25	4,50	6	4	0
<b>Moyenne</b>	<b>4,49</b>	<b>11</b>	<b>0,43</b>	<b>1,63</b>	<b>3,21</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>Médiane</b>	<b>4,50</b>	<b>11</b>	<b>0,45</b>	<b>1,75</b>	<b>3,00</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>Maximum</b>	<b>5,25</b>	<b>14</b>	<b>0,50</b>	<b>2,50</b>	<b>4,50</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>1</b>

**Nota :** Tous les taux correspondent au taux directeur. Le taux directeur de la Banque centrale européenne (BCE) est le taux de rémunération des dépôts et celui des États-Unis correspond au taux moyen de la fourchette.

**Source :** calculs basés sur les données relatives aux taux d'intérêt de la Banque des Règlements Internationaux

## Références

Bernanke, B. 2024. « [Forecasting for Monetary Policy Making and Communication at the Bank of England: A Review](#) ».

Buiter, W., S. Cecchetti, K. Dominguez et A. Sánchez Serrano. 2023. « [Stabilising Financial Markets: Lending and Market Making as a Last Resort](#) ». Reports of the Advisory Scientific Committee n° 13 du Comité européen du risque systémique, janvier.

Chahad, M., A.-C. Hofmann-Drahonsky, B. Meunier, A. Page et M. Tirpák. 2022. « [Les récentes erreurs dans les projections relatives à l'inflation établies par les services de l'Eurosystème et de la BCE : quelles explications?](#) ». Bulletin économique n° 3 / 2022 de la Banque centrale européenne.

Chahad, M., A.-C. Hofmann-Drahonsky, C. Martínez Hernández et A. Page. 2024. « [Une actualisation de l'exactitude des projections récentes relatives à l'inflation à court terme établies par les services de l'Eurosystème/de la BCE](#) ». Bulletin économique n° 2 / 2024 de la Banque centrale européenne.

Cecchetti, S. et J. Hilscher. 2024. « [Fiscal Consequences of Central Bank Losses](#) ». Document de travail n° 32478 du National Bureau of Economic Research.

English, B., K. Forbes et Á. Ubide. 2024. « [Monetary Policy Responses to the Post-Pandemic Inflation](#) ». Livre électronique publié par le Centre for Economic Policy Research, février.

Fernandes, J. et M. Mueller. 2023. « [A Review of the Bank of Canada's Support of Key Financial Markets During the COVID-19 Crisis](#) ». Document d'analyse du personnel 2023-9 de la Banque du Canada.

Forbes, K., J. Ha et A. Kose. 2024. « [Rate Cycles](#) ». Actes du forum de la BCE sur les banques centrales sur le thème *Monetary Policy in an Era of Transformation*, Sintra, Portugal, du 1<sup>er</sup> au 3 juillet.

Gravelle, T. 2023. « [Les programmes d'octroi de liquidités aux marchés de la Banque du Canada : les leçons de la pandémie](#) ». Discours prononcé à la Conférence sur les services financiers de la Banque Nationale, Montréal (Québec), 29 mars.

Johnson, G. 2023. « [Revue des opérations sur les marchés liées à la COVID-19 menées par la Banque du Canada](#) ». Document d'analyse du personnel 2023-6 de la Banque du Canada.

Wilkins, C. A. 2024. « [Financial Stability and Monetary Policy: Lessons from the UK's LDI Crisis](#) ». Document de travail n° 336 du Griswold Center for Economic Policy Studies, Université Princeton.