

## La Banque du Canada à un pas d'adopter une politique quantitative Il y a une nécessité de contrer les risques de déflation par des mesures inflationnistes

### Sommaire

- Avec des taux d'intérêt directs approchant de zéro et des politiques fiscales de plus en plus lourdement déficitaires, les pressions baissières sur l'inflation générées par une vive contraction de l'activité économique ont incité plusieurs grandes banques centrales des pays industrialisés à miser sur des politiques quantitatives afin d'assouplir davantage les conditions monétaires.
- Une politique dite « quantitative » consiste en l'expansion du bilan d'une banque centrale par la création de réserves bancaires, dans le but d'accroître l'offre de monnaie dans l'économie. La manœuvre consiste à renflouer les marchés financiers de liquidités dans l'espoir que les banques seront moins réticentes à faire des prêts afin de relancer la croissance économique.
- Jusqu'à maintenant, la Banque du Canada (BdC) n'a pas eu à s'y contraindre, l'ensemble des facilités de crédit mises de l'avant ayant été financées, d'abord par la vente d'actifs détenus par la BdC, puis par l'entremise d'une émission de bons du Trésor dont les fonds ont été déposés au compte du gouvernement à la Banque.
- Toutefois, la détérioration rapide du contexte économique et l'anticipation d'une reprise tardive et modeste signalent que le travail de la BdC n'est pas terminé. En outre, le creusement significatif de l'écart de production de l'économie canadienne avec son plein potentiel indique que les pressions sur l'inflation sous-jacente seront largement contenues.
- Avec un taux directeur à seulement 0,50 %, la marge de manœuvre de la BdC en termes d'outil traditionnel s'épuise. Une baisse additionnelle de 25 points de base ou un changement de la fourchette opérationnelle ne peuvent certes être écartés, mais la suite des choses passera vraisemblablement plus par la voie du crédit et de l'assouplissement quantitatif.
- L'adoption d'une politique quantitative n'est toutefois pas sans conséquence et soulève plusieurs questions. Quel est l'objectif principal? De quelle façon se fera l'expansion du bilan de la Banque? Quels seront les titres rachetés et dans quelles mesures le seront-ils? Vient ensuite l'ampleur de la politique quantitative nécessaire. Trop peu serait un coup d'épée dans l'eau, tandis qu'un assouplissement excessif serait difficilement contrôlable à la sortie et risquerait de créer une trop forte poussée inflationniste qu'il faudra renverser par la suite.
- Selon toute vraisemblance, la prochaine étape consiste en l'octroi de crédits à plus longue échéance. La BdC pourrait aussi privilégier le rachat de dette des sociétés. Les tensions financières se sont résorbées en partie depuis le paroxysme atteint au lendemain de la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis, mais les sociétés hésitent encore à émettre de la dette en raison d'écart de taux élevés. Les besoins de financement des provinces sont aussi élevés, et les écarts, qui se maintiennent à des sommets historiques, leur sont défavorables. Il est probable que plusieurs mesures seront implantées à la fois. À la fin, la combinaison avec un rachat direct de titres du gouvernement s'avérera peut-être une nécessité.
- L'adoption d'une politique quantitative n'est pas sans risque. Entre autres, l'accroissement de la base monétaire a le potentiel de créer les fondations d'une poussée inflationniste à plus long terme. Toutefois, le cas du Japon des années 90 montre que le risque est plus grand de ne rien faire pour prévenir la déflation maintenant que de s'attaquer à l'inflation plus tard.

**François Dupuis**  
Vice-président et économiste en chef

**Yves St-Maurice**  
Directeur et économiste en chef adjoint

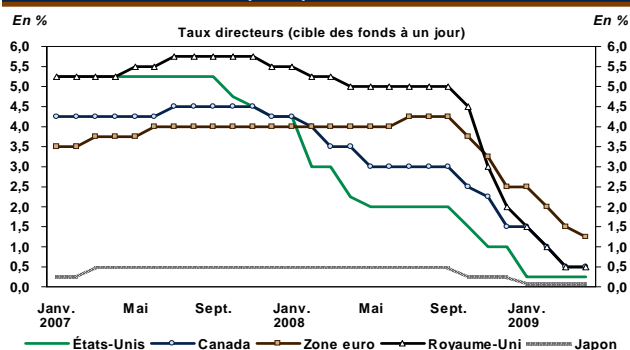
**Martin Lefebvre**  
Économiste principal

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336  
Courriel : [desjardins.economie@desjardins.com](mailto:desjardins.economie@desjardins.com)

## CONVERGENCE DES TAUX VERS « ZÉRO » À L'ÉCHELLE PLANÉTAIRE

Avec des taux d'intérêt directs approchant de zéro (graphique 1) et des politiques fiscales de plus en plus lourdement déficitaires (graphique 2), les pressions baissières sur l'inflation générées par une vive contraction de l'activité économique ont incité plusieurs grandes banques centrales des pays industrialisés à adopter des mesures non conventionnelles visant à assouplir davantage leurs conditions monétaires respectives.

**Graphique 1 – Les pays du G7 convergent vers une politique de taux « zéro »**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 2 – Des sommes astronomiques seront dépensées dans différents pays pour relancer l'économie**

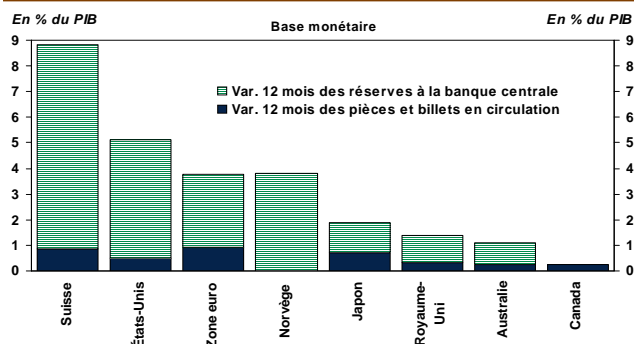
	Valeur (G\$ US)	en % du PIB
États-Unis	787,0	5,8
Canada	28,7	2,0
Royaume-Uni	30,8	1,1
Allemagne	102,9	3,1
France	38,9	1,5
Italie	90,5	4,3
Japon	87,6	2,0
Australie	36,4	4,0
Chine	586,0	15,0
Inde	14,3	1,3
Russie	14,2	1,1
Brésil	2,6	0,2
Autres pays	80,6	---
<b>Total</b>	<b>1 900,5</b>	<b>---</b>

Sources : Organisation des Nations unies et Desjardins, Études économiques

De toute évidence, les États-Unis étant à la source de la majeure partie des problèmes liés à la crise financière actuelle, la Réserve fédérale (Fed) mène le bal de la reflation<sup>1</sup> monétaire. Après avoir poussé la cible des fonds fédéraux à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 0,00 % et 0,25 %, la Fed est clairement passée en mode « quantitatif ». En effet, on constate que les diverses facilités de crédit du secteur privé ont fait plus que doubler les éléments d'actifs de son bilan, soit de 844 G\$ US en août 2008 à plus de 2 000 G\$ US récemment.

<sup>1</sup> La reflation réfère aux politiques économiques consistant à utiliser les stimuli fiscaux et monétaires afin d'accroître la production.

**Graphique 3 – La base monétaire des pays industrialisés est en croissance**



Sources : Datastream, Bloomberg, Banque de réserve d'Australie, Banque d'Angleterre et Desjardins, Études économiques

Depuis, d'autres grandes banques centrales ont joint les rangs (graphique 3); on estime que le Canada s'y apprête sous peu.

### QU'EST-CE QU'UNE POLITIQUE QUANTITATIVE?

Peu commune, une politique dite « quantitative » [*quantitative easing (QE)*] consiste en l'expansion du bilan d'une banque centrale par la création de réserves bancaires (*high powered money*) dans le but d'accroître l'offre de monnaie dans l'économie. L'idée est de renflouer les marchés financiers de liquidités dans l'espoir que les banques seront moins réticentes à faire des prêts afin de relancer la croissance économique.

En général, l'accroissement du bilan de la Banque centrale peut se faire afin :

#### 1) D'injecter des liquidités dans le système financier

La première étape consiste à injecter massivement des liquidités dans les marchés financiers afin de prémunir les institutions solvables contre les tensions sur l'approvisionnement du crédit. Cette partie peut se faire sous forme stérilisée (neutralisée par une opération inverse), c'est-à-dire que les fonds proviennent d'un dépôt d'une émission de titres de dette gouvernementale ou de la vente d'actifs détenus par la Banque centrale. Cela prend typiquement la forme d'une prise en pension. Il peut aussi s'agir de prêts de dernier recours aux institutions financières.

#### 2) De prêter des fonds (intermédiation bancaire)

Dans une crise du crédit, les institutions financières sont généralement hésitantes à prêter leurs liquidités excédentaires. Entre autres choses, cela peut refléter le besoin d'accroître leur capital afin de renverser les effets de levier (*deleveraging*). Les risques de voir un concurrent faire faillite les incitent aussi à la prudence. Dans ces conditions, les banques

centrales ont le devoir de jouer leur rôle de prêteur de dernier recours.

### 3) De racheter directement des titres sur le marché

Cela peut aller des titres du gouvernement fédéral ou des autres paliers gouvernementaux aux titres des agences et aux titres corporatifs de haute qualité. Dans ce dernier cas, comme les titres corporatifs présentent un risque plus élevé que les titres du Trésor, et plus particulièrement en temps de crise, le gouvernement y adosse une provision pour éventualité de perte. Rappelons que la Banque centrale n'a pas le mandat de prendre des risques de crédit.

#### EXEMPLES DE QE

Pour une économie industrialisée, l'utilisation de politiques non conventionnelles est inusitée. Jusqu'à tout récemment, le seul exemple concret de politique quantitative de l'histoire moderne se résumait au Japon.

#### Le cas du Japon (2000-2006)

Affligée par un problème de déflation, la Banque du Japon (BdJ) s'est résignée au début des années 2000 à abandonner sa cible des taux d'intérêt et à privilégier une politique visant à assurer un niveau de réserves détenues par les institutions financières ayant un compte à la Banque centrale. L'échec de la politique monétaire du Japon, qui est en partie attribuable à la lenteur de son implantation, indique la nécessité de prévenir rapidement les risques de déflation.

#### Le cas du Royaume-Uni (2009- )

En raison d'un recul marqué de l'activité économique britannique et des tensions sur les marchés financiers, la Banque d'Angleterre (BoE) a diminué de façon résolue son taux directeur depuis juillet 2008, le portant à seulement 0,50 %. Toutefois, ce niveau ne paraissait pas suffisant pour enrayer un risque important que l'inflation s'établisse nettement sous la cible de moyen terme de 2 %. La marge de manœuvre tirant à sa fin, la BoE a entrepris d'autres mesures monétaires visant à accroître l'offre de monnaie et à améliorer le crédit par un programme de rachat de 75 G£ (110 G\$ US) de titres publics et privés, financé à même la création de réserves bancaires.

#### Le cas de la Suisse (2009- )

La détérioration marquée du contexte économique et les risques de déflation ont incité la Banque nationale suisse (BNS) à assouplir avec vigueur les conditions monétaires. Ainsi, en plus d'abaisser les taux d'intérêt de 250 points de base depuis le début de la crise, la BNS a accru substantiellement la liquidité par le biais d'opérations de prise en pension (*repos*), par l'acquisition d'obligations en francs suisses de débiteurs privés et par l'achat de devises sur le marché des changes.

#### Le cas des États-Unis (2009- )

Contrairement au Japon, qui misait strictement sur le niveau des réserves (un élément du passif<sup>2</sup>), la Fed est aujourd'hui davantage orientée sur le rétablissement du crédit et, par conséquent, elle est plus préoccupée par l'actif.

Les premières mesures instaurées par la Fed visaient vraisemblablement à injecter des liquidités par des facilités de crédit à plus d'un jour destinées à soutenir le marché interbancaire et le marché des titres d'emprunt à court terme<sup>3</sup>.

Par la suite, la Fed a tenté de rétablir le crédit par des programmes d'achat non stérilisé de titres adossés à des créances hypothécaires et de prêts entiers; de titres adossés à des actifs (prêts automobiles, prêts étudiants, créances sur carte de crédit ou prêts aux petites entreprises); d'obligations d'agences fédérales de refinancement hypothécaire; et de créances hypothécaires garanties par ces agences.

Puis, les tensions haussières exercées sur les taux obligataires en raison des craintes des marchés financiers liées au financement important du déficit américain ont poussé la Fed à faire un pas de plus dans son effort quantitatif en jouant directement sur le niveau de la courbe des taux d'intérêt par le rachat de titres du Trésor. Il faut dire que le succès obtenu par la BoE et par la BNS, qui ont opté pour cette dernière avenue peu de temps avant, a permis à la Fed de monétiser la dette du gouvernement sans trop créer de distorsions sur les marchés<sup>4</sup>.

#### Le nouveau cas du Japon (2009- )

Le retour en déflation et une nette détérioration de l'activité économique ont poussé la BdJ à favoriser à nouveau une politique quantitative. Afin d'assurer la stabilité des marchés nippons, la BdJ a augmenté davantage la provision des fonds échéant au cours de l'année financière et a activement racheté des titres de dette du gouvernement japonais et du papier commercial sur la base de prise en pension. Par ailleurs, la BdJ a continué son programme de rachat direct de papier commercial et, depuis le 4 mars, elle favorise aussi le rachat d'obligations de sociétés.

<sup>2</sup> Le passif d'une banque centrale est composé de la monnaie en circulation et des réserves.

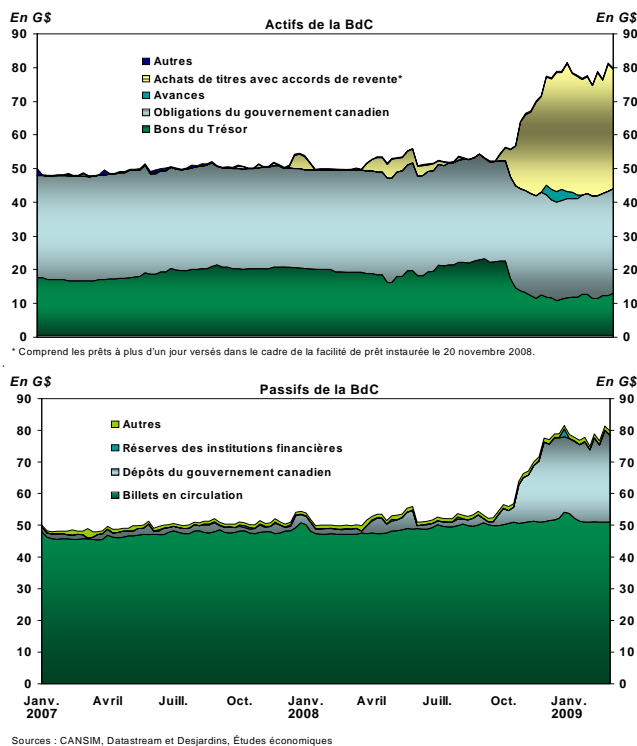
<sup>3</sup> Pour une revue détaillée des programmes mis en place par la Fed, voir [http://www.newyorkfed.org/markets/Forms\\_of\\_Fed\\_Lending.pdf](http://www.newyorkfed.org/markets/Forms_of_Fed_Lending.pdf).

<sup>4</sup> La monétisation de la dette, soit le rachat de titres gouvernementaux financé par un accroissement des réserves détenues par les banques commerciales à la Banque centrale ou, plus communément, par la « planche à billets », est une opération de dernier recours. Les exemples courants de monétisation, surtout concentrés au sein des économies en émergence, ayant souvent mené à des problèmes d'hyperinflation, la mention seule de monétisation est suffisante pour faire frémir. Que la Fed en soit rendue là montre la gravité de la situation dans laquelle l'économie se trouve.

La Banque centrale européenne a encore quelques cartes dans son jeu, mais il serait surprenant qu'elle échappe concrètement à une politique quantitative.

Jusqu'à maintenant, la Banque du Canada (BdC) n'a pas eu à s'y contraindre, l'ensemble des politiques de crédit mises de l'avant ayant été stérilisées, d'abord par la vente d'actifs détenus par la Banque, puis par l'entremise d'une émission de bons du Trésor dont les fonds ont été déposés au compte du gouvernement à la Banque (graphique 4).

**Graphique 4 – Jusqu'à maintenant, la Banque du Canada a stérilisé l'ensemble de ses opérations**



La suite des choses s'annonce vraisemblablement différente. En particulier, le dicton *Tout le monde le fait, fais-le donc!* pourrait être vérifié. Mais avant de conclure à cette éventualité, un retour sur les actions de la BdC et du gouvernement s'impose.

### RÉPONSE DES AUTORITÉS CANADIENNES À LA CRISE

La réponse des autorités monétaires et gouvernementales canadiennes à la crise a été prompte. Après une pause en raison des risques liés à la hausse marquée des prix du pétrole en première moitié de 2008, l'escalade des tensions financières provoquées par la faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers et par l'imbroglio au Congrès américain sur l'adoption du plan Paulson a incité la BdC à reprendre son cycle d'assouplissement monétaire, abaissant les taux directeurs de 400 points de base, au total, depuis la fin de 2007.

Par ailleurs, afin d'atténuer les effets de la crise du crédit sur l'économie canadienne, la BdC a mis en place diverses mesures visant à accroître la liquidité. L'encours de ses prises en pension à plus d'un jour a été relevé, la liste des titres pris en garantie ainsi que celles des contreparties admissibles ont été élargies, et des nouvelles facilités de prêt ont été créées (voir le tableau 1 à la page 6).

En parallèle, le gouvernement a mis en place des dispositifs permettant de garantir certains éléments du passif des banques afin, notamment, de résorber les tensions sur le marché interbancaire. De plus, d'autres mesures ont été prises pour faciliter un accès au crédit à long terme au pays par le biais d'un programme de rachat de blocs d'hypothèques assurées à hauteur de 125 G\$ (54 G\$ à ce jour).

Les efforts des autorités canadiennes, de concert avec ceux des grands pays industrialisés, ont permis de résorber en partie les tensions sur le marché interbancaire et d'abaisser les taux d'intérêt de détail. Toutefois, le contexte général n'est pas encore à l'heure des réjouissances, et d'autres mesures devront être prises.

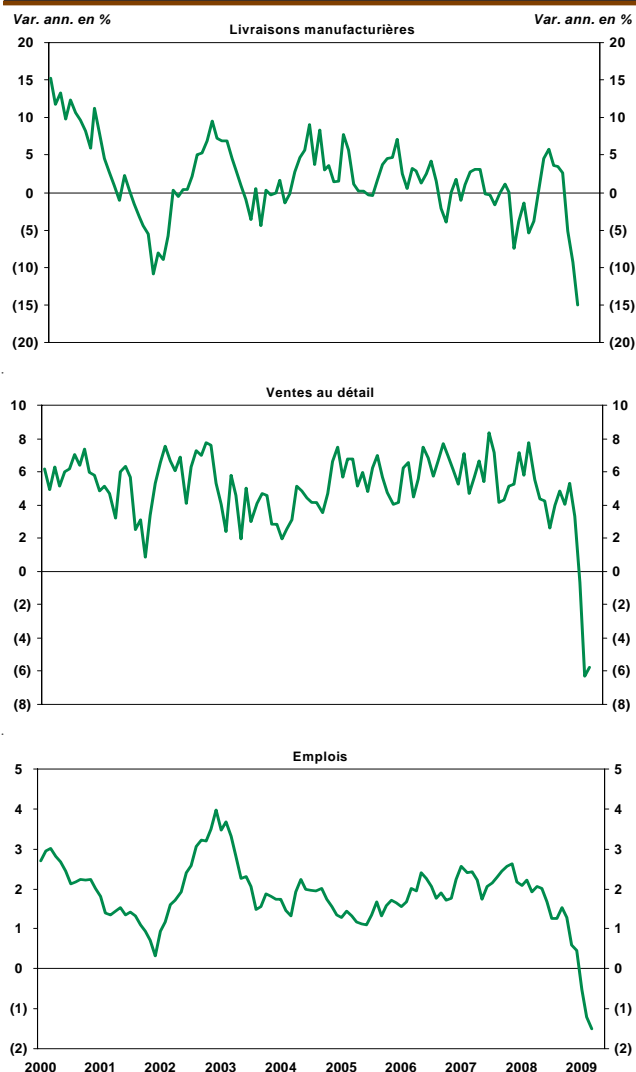
### LA BDC A ENCORE DU PAIN SUR LA PLANCHE

Les statistiques économiques publiées récemment montrent que l'avantage relatif que semblait détenir le Canada s'est considérablement effrité (graphique 5 à la page 5). Les livraisons manufacturières sont en chute libre; le solde commercial de marchandises est tombé déficitaire pour la première fois depuis 1976; les ventes au détail sont catastrophiques; et le marché de l'emploi s'est détérioré à un rythme moyen de 71 000 emplois par mois depuis le sommet d'octobre 2008 : du jamais vu!

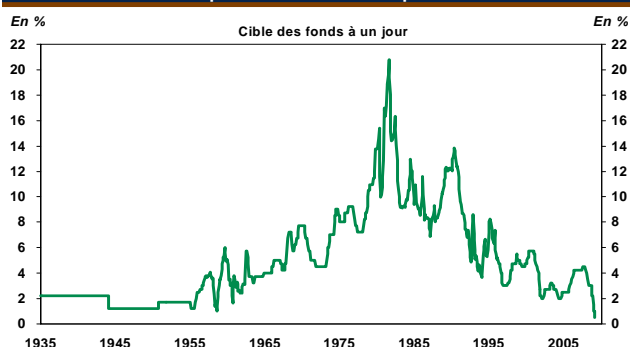
En raison de la détérioration rapide du contexte économique mondial et canadien, et en l'absence de pressions inflationnistes, c'est sans surprise que la BdC a abaissé son taux directeur de 50 points de base à un creux historique de seulement 0,50 % le 3 mars dernier (graphique 6 à la page 5). Du même coup, elle a annoncé que les taux allaient demeurer bas sur une longue période : « on peut s'attendre à ce que le taux cible du financement à un jour demeure à ce niveau ou à un niveau inférieur au moins jusqu'à ce que des signes évidents montrent que l'offre excédentaire se résorbe ».

À cet effet, nos estimations de croissance de l'économie canadienne (beaucoup plus faibles que les prévisions émises par la BdC en janvier dernier<sup>5</sup>) sont compatibles avec un

<sup>5</sup> L'allusion de Mark Carney, faite le 31 mars, à l'effet que le premier trimestre risquait de se solder par la plus forte contraction du PIB réel depuis 1961 signale que la BdC va inévitablement présenter des projections de croissance révisées à la baisse dans son *Rapport sur la politique monétaire* du 23 avril prochain.

**Graphique 5 – Le contexte économique canadien se détériore à vue d'œil**


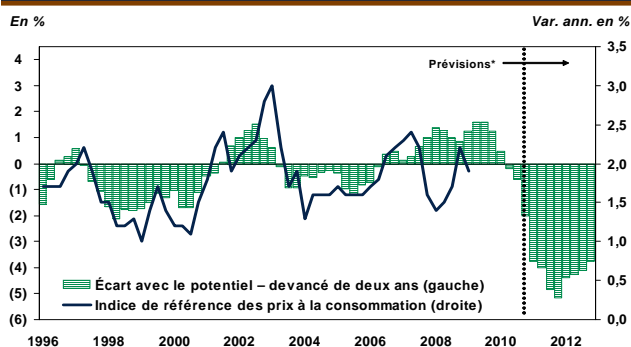
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

**Graphique 6 – La BcC abaisse son taux directeur à son plus faible niveau depuis 1958**


Sources : Banque du Canada et Desjardins, Études économiques

creusement significatif de l'*output gap* qui pourrait atteindre près de 6 % à la fin de 2009. Par ailleurs, notre scénario de faible reprise implique que l'écart pourrait être difficilement résorbé au cours des prochaines années.

Cette offre excédentaire continuera d'exercer des pressions baissières sur les prix et, bien que nous n'anticipons pas de déflation hors énergie, il y a un risque que la cible d'inflation (2 %) ne soit pas atteinte à moyen terme (graphique 7).

**Graphique 7 – Les pressions baissières sur l'inflation deviendront plus importantes au Canada**


\* À partir du quatrième trimestre de 2010. Sources : Statistique Canada et Desjardins, Études économiques

## LES OUTILS MONÉTAIRES TRADITIONNELS DE LA BDC S'ÉPUISENT

Dans ces conditions, notre indicateur monétaire signale que la BcC devrait adopter une politique quantitative la plus tôt possible (graphique 8 à la page 6). Visiblement, à 0,50 %, la marge de manœuvre de la BcC en termes de politique monétaire traditionnelle est très restreinte, et, bien que la possibilité d'abaisser les taux à 0,25 % ne puisse être écartée, celle-ci considère déjà les avenues moins conventionnelles : « Étant donné le bas niveau du taux cible du financement à un jour, la Banque est à raffiner l'approche qu'elle suivrait afin d'accroître la détente monétaire, si cela s'avérait nécessaire, par l'octroi de crédits et l'assouplissement quantitatif <sup>6</sup> ».

En théorie, la BcC pourrait abaisser la cible de son taux directeur à 0,00 %. Les participants au système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) montrant peu de réticence à s'échanger leurs excédents journaliers au taux cible sur le marché interbancaire, la limite opérationnelle inférieure de la BcC pourrait être nulle, voire négative<sup>7</sup> (voir l'encadré 1 à la page 7 pour plus de détails sur la fourchette opérationnelle de la BcC).

<sup>6</sup> La BcC annoncera de quelle façon elle entend mettre sur pied, au besoin, sa politique quantitative et autres mesures moins conventionnelles, dans le *Rapport sur la politique monétaire* du 23 avril 2009.

<sup>7</sup> Il serait toutefois surprenant que cela se produise, les participants du STPGV préférant sans doute se départir de leurs réserves plutôt que de payer pour les laisser en dépôt à la BcC.

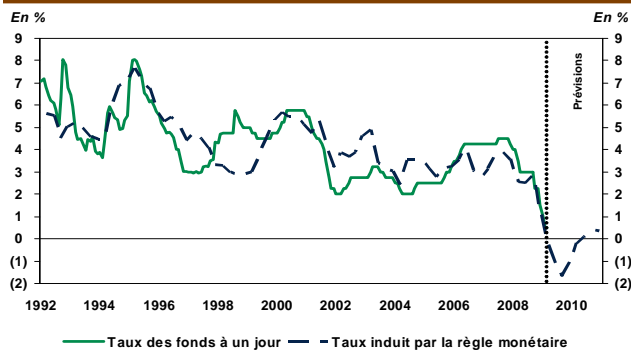
**Tableau 1**  
**Facilités de trésorerie de la BdC introduites depuis le quatrième trimestre de 2007**

	Annonce	Montant offert chaque semaine	Encours (sommet)**	Titres admissibles	Contreparties autorisées
<b>Prise en pension à plus d'un jour</b>	2007-12-12	2 à 12 G\$	37 G\$	Mécanisme permanent d'octroi de liquidités : titres émis par le gouvernement canadien, titres hypothécaires LNH, obligations hypothécaires du Canada, autres titres garantis par un gouvernement provincial, acceptations bancaires, papier commercial, PCAA, billets de dépôt au porteur, obligations de sociétés, titres émis par le Trésor américain	Négociants principaux et participants directs au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV)
<b>Facilité de prêt à plus d'un jour</b>	2008-11-12	2 G\$	4,175 G\$	Portefeuilles de prêts non hypothécaires	Participants directs au STPGV
<b>Facilité de prise en pension à plus d'un jour visant des titres privés du marché monétaire*</b>	2008-10-14	1 G\$	25 M\$	Acceptations bancaires, billets de dépôt au porteur, papier commercial, PCAA	Négociants principaux et opérateurs de marché soumis aux réglementations fédérale ou provinciale dont le niveau d'activité sur les marchés monétaires des titres privés est significatif
<b>Mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés</b>	2009-02-23	1 G\$ (minimum)	---	Acceptations bancaires, billets de dépôt au porteur, papier commercial, PCAA et obligations de sociétés	Opérateurs de marché soumis aux réglementations fédérale ou provinciale dont le niveau d'activité sur les marchés obligataires ou monétaires des titres privés est significatif

\* Cette facilité sera remplacée par le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés le 16 mars 2009; d'ici là, elle demeure offerte. \*\* En valeur nominale.

Source : Banque du Canada

**Graphique 8 – Le travail de la Banque du Canada n'est pas terminé**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

En pratique, toutefois, l'effet marginal d'abaisser les taux directeurs au-delà de 0,50 % paraît faible et créerait dans l'ensemble plus de distorsions que de bien. D'abord, une politique de taux « zéro » pourrait être problématique pour les fonds de placement du marché monétaire, le rendement négatif (en raison des frais de gestion) poussant certains investisseurs à liquider leurs actifs<sup>8</sup>; puis, la structure des prêts commerciaux

<sup>8</sup> Cela aurait toutefois la qualité d'inciter les investisseurs à prendre plus de risques, une mesure qui pourrait mener à un rétrécissement des écarts de taux.

canadiens appelle à la prudence au sens où 1) les prêts variables sont basés sur le taux d'escompte; et 2) un taux directeur trop faible viendrait compromettre la marge nécessaire pour couvrir la différence entre les taux de dépôt (habituellement inférieurs au taux directeur) et les taux de prêt (habituellement supérieurs au taux directeur) et générer un profit (graphique 9 à la page 7). Si le taux directeur baisse suffisamment pour pousser les taux de dépôt vers zéro, toute réduction additionnelle des taux de prêt viendrait exercer des pressions sur les marges bénéficiaires des institutions financières, une situation qui serait contradictoire avec l'objectif de favoriser le crédit. Cela pousserait vraisemblablement ces dernières à ne pas suivre la direction prise par la BdC.

Pour plusieurs analystes, une politique quantitative ne peut être amorcée qu'une fois que les taux d'intérêt sont à zéro<sup>9</sup>. L'idée est que les banques centrales ne cherchant pas à éponger par des cessions en pension<sup>10</sup> les excès de liquidités

<sup>9</sup> Pour une revue de la littérature sur ce sujet, voir D. Amirault et B. O'Reilly, « The Zero Bound on Nominal Interest Rates: How Important Is It? », Banque du Canada, document de travail 2001-6, avril 2001.

<sup>10</sup> Pour une banque centrale, une cession en pension consiste à vendre des titres d'État avec promesse de les racheter le lendemain. L'offre des titres sur le marché exerce des pressions à la baisse sur les prix et, par conséquent, des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt.

### Encadré 1

#### La fourchette opérationnelle

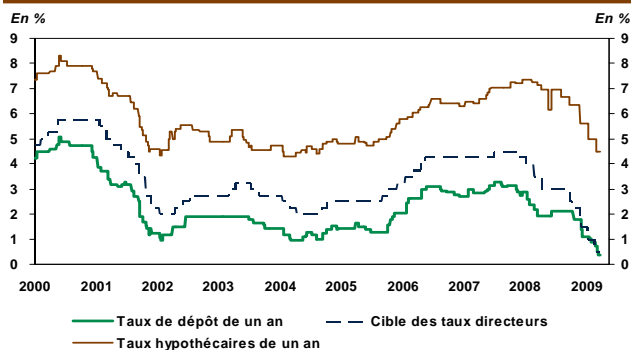
Le principal outil dont dispose la Banque du Canada pour influencer sur le taux des fonds à un jour est la **fourchette opérationnelle de 50 points de base** fixée pour ce taux. La fourchette opérationnelle et le taux officiel d'escompte sont aussi annoncés dans le communiqué sur le taux cible du financement à un jour et prennent effet le jour même.

- La **limite supérieure** de la fourchette opérationnelle est le taux d'intérêt applicable aux prêts sur découvert (avances) accordés aux participants au STPGV lors du règlement final des paiements. Ce taux est le taux d'escompte.
- La **limite inférieure** de la fourchette est le taux d'intérêt que la Banque du Canada applique aux soldes créditeurs après règlement des opérations dans le cadre du STPGV.
- Le **taux cible** du financement à un jour établi par la Banque du Canada correspond au point médian de la fourchette opérationnelle.

Le taux des fonds à un jour s'établit généralement à l'intérieur de la fourchette puisque les participants savent qu'ils obtiendront sur leurs soldes créditeurs un taux au moins équivalent au taux d'escompte diminué de 50 points de base et qu'ils n'auront pas à payer, sur leurs soldes débiteurs, plus que le taux d'escompte, et ce, en vertu des facilités permanentes de crédit que leur offre la Banque du Canada.

Source : Banque du Canada

**Graphique 9 – Des taux directeurs plus faibles pourraient être problématiques sur la rentabilité des institutions financières**



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

créés par leurs politiques quantitatives, cela aurait l'effet de pousser les taux d'intérêt directement à zéro. Dans les faits, cela ne pourrait se produire au Canada sans que la BdC modifie son cadre monétaire. Puisque les institutions financières ne peuvent pas disposer de réserves excédentaires<sup>11</sup>, la BdC n'a

<sup>11</sup> Rappelons que la politique monétaire canadienne est mise en œuvre dans un système libre de réserves obligatoires. Au Canada, le cadre défini par les règles relatives au règlement des paiements interbancaires et par les coûts associés aux découverts ou aux excédents qu'enregistrent les comptes de règlement incite fortement les banques et les autres institutions participant à la compensation à viser un solde nul.

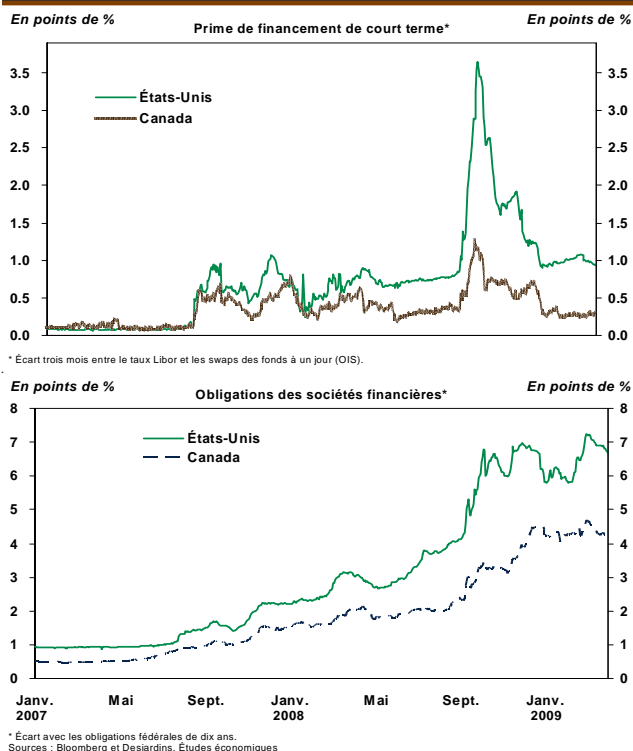
qu'à les rémunérer à la cible inférieure de sa fourchette opérationnelle ou, encore mieux, elle n'a qu'à modifier la cible inférieure et à la ramener égale à celle du taux directeur. C'est en quelque sorte l'avenue que la Banque d'Angleterre a privilégié récemment.

#### VERS DES MESURES QUANTITATIVES?

La porte est ainsi ouverte aux politiques non conventionnelles au Canada. L'adoption d'une politique quantitative n'est toutefois pas sans conséquence et soulève plusieurs questions. Quel est l'objectif principal? De quelle façon se fera l'expansion du bilan de la BdC? Quels seront les titres rachetés et dans quelles mesures le seront-ils? Vaut-il mieux cibler le niveau général des taux d'intérêt ou les écarts de taux? Puis, une fois que la situation reprendra un cours plus normal, quelle sera la stratégie de sortie? Un plan clairement établi sera nécessaire afin de maintenir les anticipations inflationnistes autour de la cible d'inflation de 2 %.

En général, le niveau des taux d'intérêt peut être abaissé par un rachat direct de titres sans risque du gouvernement, tandis que le rétrécissement des écarts de taux se fait par l'achat de titres privés au sein d'un marché spécifique. Alors qu'une action privilégiant le rachat de titres du gouvernement est clairement moins susceptible de lever des tollés, il est possible

**Graphique 10 – Les besoins du Canada sont moins importants sur une base relative**



qu'une politique quantitative ne soit pleinement efficace qu'en combinant les deux.

Vient ensuite l'ampleur de la politique quantitative nécessaire. Trop peu serait un coup d'épée dans l'eau, tandis qu'un assouplissement excessif serait difficilement contrôlable à la sortie et risquerait de créer une poussée inflationniste. Une chose est sûre, les besoins du Canada semblent nettement moins importants que ceux des États-Unis ou du Royaume-Uni, et l'assouplissement monétaire additionnel se fera sur une base relativement plus faible (graphique 10).

### POLITIQUES À PRIVILÉGIER

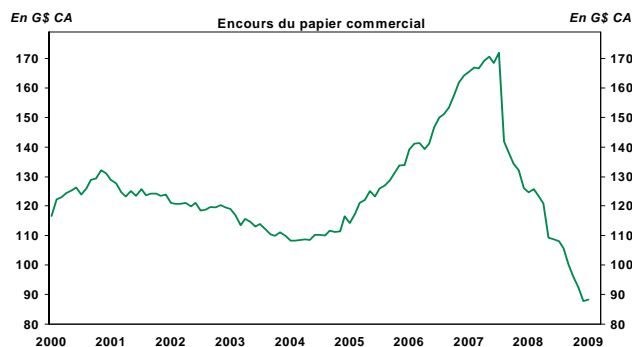
La voie à suivre n'est pas clairement indiquée pour le moment, et il est difficile de dire avec certitude si celle qui sera empruntée aura les effets escomptés. Selon toute vraisemblance, la prochaine étape consiste en l'octroi de crédit à plus longue échéance. Au besoin, la BdC pourra toutefois compléter ses interventions en adoptant une politique quantitative orientée sur le rachat direct de titres de dette.

### Papier commercial

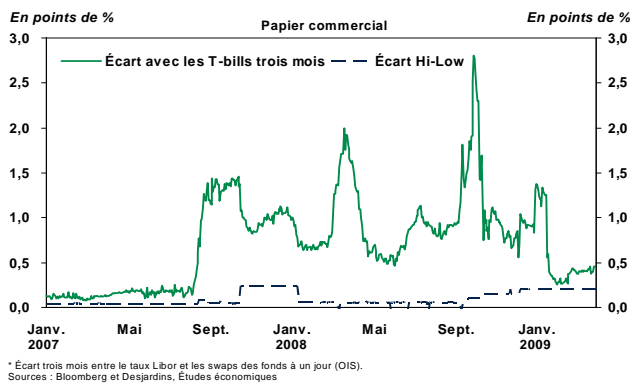
Les tensions financières se sont résorbées en partie depuis le paroxysme atteint au lendemain de la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis, permettant une stabilisation des émissions de papier commercial, mais les échéances de financement demeurent relativement courtes (graphiques 11

et 12). Ainsi, un peu à l'image du *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) de la Fed, qui a connu un immense succès, la BdC pourrait accroître la liquidité sur le marché du financement à court terme en achetant du papier commercial de trois mois auprès des émetteurs.

**Graphique 11 – L'encours du papier commercial se dégonfle**



**Graphique 12 – Les écarts de financement se résorbent, mais la demande reste faible et les échéances courtes**



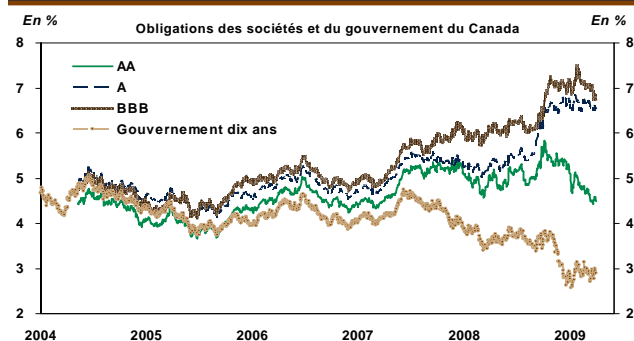
### Titres corporatifs

Les entreprises canadiennes sont aussi touchées par les turbulences sur les marchés financiers, d'abord en raison du resserrement des conditions de crédit, puis en raison des effets de la récession sur leurs perspectives d'affaires. Bien que la demande pour les titres de sociétés soit forte (surtout à cause de la baisse marquée de l'offre depuis l'automne), les entreprises hésitent à emprunter en raison d'une forte hausse des primes de risque et de liquidité (graphique 13 à la page 9) même si, dans l'absolu, les coûts d'emprunt sont bas (facteur principalement attribuable à la forte hausse des prix des obligations du gouvernement). La BdC pourrait être ainsi incitée à acheter de la dette corporative de qualité. Le marché secondaire est toutefois assez restreint.

### Titres bancaires

Une façon de contourner le problème serait de favoriser les titres des institutions financières. Un rétrécissement des écarts

Graphique 13 – Les besoins



Sources : Bloomberg et Desjardins, Études économiques

de taux permettrait à ces dernières de diminuer les coûts de financement et de stabiliser leur marge opérationnelle, ce qui les inciterait à accroître leurs prêts. Sur le plan mondial, les institutions financières canadiennes ont clairement fait figure de proue, une exposition moins élevée aux titres adossés à des actifs, des leviers d'endettement plus faibles<sup>12</sup> et des standards de prêt plus adéquats leur permettant de maintenir une rentabilité et ne les obligeant pas à recourir à des capitaux. Néanmoins, bien qu'elles paraissent mieux capitalisées que leurs homologues américaines et européennes, elles ont tout de même souffert des tensions sur le marché interbancaire mondial<sup>13</sup>, et les sources d'approvisionnement de capitaux se sont taries. Par ailleurs, elles ne sont pas à l'abri des répercussions de la récession sur leur portefeuille de prêts. En outre, la situation des ménages se détériore à un rythme effarant, ces derniers ressentant gravement la chute des cours boursiers et du prix des maisons au moment où les ratios d'endettement ont atteint un sommet.

### Titres hypothécaires

Le marché immobilier commence à être sérieusement à risque, et il importe de stabiliser les prix le plus rapidement possible en améliorant davantage les conditions de refinancement et d'accès à la propriété par des mesures visant à rétrécir les écarts de taux hypothécaires. Le programme gouvernemental

<sup>12</sup> Selon la Banque du Canada, les grandes banques canadiennes avaient un ratio moyen des actifs sur les fonds propres de 18 à la fin de 2008. Plus ce ratio est élevé, plus les actifs possédés par une banque sont obtenus par endettement plutôt que par l'injection de capitaux propres. Il s'agit donc d'une mesure du niveau d'endettement d'une institution financière et de son exposition à l'effet de levier. Signalons que la réglementation canadienne exige le maintien d'un ratio maximal de 20. Or, le ratio correspondant des banques d'affaires américaines dépasse 25, celui des banques européennes est d'environ 30, tandis que le ratio des plus importantes banques au monde dépasse 40. Pour plus de détails, voir le discours prononcé par M. Mark Carney, gouverneur de la Banque du Canada, au Cercle Canadien de Montréal le 25 septembre 2008.

<sup>13</sup> Entre autres, cela relève du fait que certains pays ont garanti la dette ou nationalisé en partie leurs banques, rendant les institutions financières canadiennes moins compétitives sur le plan mondial.

de rachat de blocs de titres hypothécaires LNH (loi nationale sur l'habitation) a permis de faire une partie du travail, mais les besoins de financement des banques commerciales sont moins criants, et les dernières enchères n'ont pas eu le succès initial. Par ailleurs, l'ampleur du programme (54 G\$ jusqu'à maintenant) a créé des distorsions sur les marchés, poussant les écarts de swaps en zone négative, une situation menant à des coûts de financement plus élevés pour les banques (graphique 14). La BdC pourrait prendre le relais du gouvernement en rachetant directement des obligations hypothécaires du Canada (OHC) auprès des institutions financières. Les OHC sont garanties par le gouvernement, ce qui éviterait à la BdC de prendre des risques de crédit.

Graphique 14 – Les taux des OHC restent élevés lorsqu'on tient compte des conditions de financement



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

### Titres provinciaux

Une autre source de préoccupation relève des effets d'éviction créés par les besoins importants de financement du fédéral, non seulement sur les entreprises, mais aussi sur les provinces. La contraction de l'activité économique et le plan de relance du gouvernement Harper devraient générer des déficits de 34 G\$ en 2009-2010 et de 30 G\$ en 2010-2011. La santé budgétaire du fédéral demeure exemplaire sur le plan international, mais la première augmentation de la dette depuis 11 ans pourrait tout de même susciter des inquiétudes. En outre, le programme de la dette du gouvernement du Canada augmentera cette année et l'an prochain afin de financer les besoins financiers prévus de 101 G\$. Le problème est que les provinces sont également aux prises avec des besoins criants (tableau 2 à la page 10).

En particulier, l'Ontario devrait enregistrer un déficit record de 14,1 G\$ en 2009-2010 en raison d'une croissance rapide des dépenses de programmes (+12,5 %). Le déficit pourrait atteindre 12,2 G\$ en 2010-2011 et 9,7 G\$ en 2011-2012. Au total, le déficit cumulé s'élèvera à près de 57 G\$ entre 2008-2009 et 2014-2015.

**Tableau 2**  
**Besoins de financement 2009-2010**

En M\$	Échéances et refinancement <sup>1</sup>	Emprunts
Ontario	15 000	34 800
Québec	5 245	7 028
Hydro-Québec	1 931	2 100
Financement Qué.	1 500	2 750
Colombie-Britannique	2 631	5 810
Alberta & ATB	0	1 175
Alberta Cap. Fin.	1 500	1 500
Saskatchewan	960	1 190
Manitoba	1 541	3 253
Nouveau-Brunswick	379	2 412
Nouvelle-Écosse	n.d.	n.d.
Terre-Neuve-et-Labrador	245	1 371
Île-du-Prince-Edward	n.d.	n.d.
<b>Total</b>	<b>30 932</b>	<b>63 389</b>

n.d. : non disponible; <sup>1</sup> Selon les provinces.  
Source : Valeurs mobilières Desjardins

Les pressions sur les finances du Québec sont aussi importantes. La détérioration des conditions économiques entraînera une diminution de 2,4 % des revenus autonomes et une augmentation de 4,5 % des dépenses de programmes en 2009-2010. Ainsi, un déficit de 3,9 G\$ est prévu en 2009-2010 et de 3,8 G\$ en 2010-2011, une première depuis 1995-1996. En dépit de la reprise économique anticipée en 2010, le solde budgétaire du gouvernement du Québec demeurera en territoire négatif au moins jusqu'en 2012-2013.

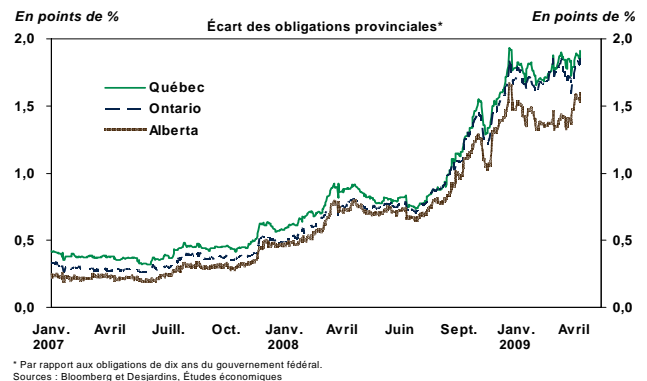
Les taux des obligations provinciales demeurent bas sur une base absolue, mais les tensions financières ont poussé les écarts par rapport aux taux des obligations fédérales à des sommets historiques sur une base relative (graphique 15). Le rachat d'une province plutôt qu'une autre pouvant créer des distorsions sur les marchés, la BdC devra sans doute procéder sur une base pondérée.

En somme, les options sont nombreuses pour la BdC. Il reste à savoir quel secteur d'activité elle entend privilégier. Il est probable que plusieurs mesures seront implantées à la fois. À la fin, la combinaison avec un rachat direct de titres du gouvernement s'avérera peut-être une nécessité.

**QUELS SONT LES RISQUES?**

L'adoption d'une politique quantitative n'est pas sans risque. Entre autres, l'accroissement de la base monétaire a le potentiel de créer les fondations d'une poussée inflationniste à plus

**Graphique 15 – Les écarts de financement sont défavorables aux provinces**



long terme. Toutefois, le cas du Japon des années 90 montre que le risque est plus grand de ne rien faire pour prévenir la déflation maintenant que de s'attaquer à l'inflation plus tard.

Dans un contexte déflationniste, un cercle vicieux se met en branle. La baisse des prix des actifs et des biens de consommation incite les particuliers à rembourser leurs dettes et à réduire leurs dépenses. Ce retour à l'épargne, bien que cela soit un comportement individuel rationnel, conduit inéluctablement à d'autres baisses de prix, et ainsi de suite, emportant dans son sillon une diminution de la production agrégée et des salaires.

Il n'en demeure pas moins, si la politique a du succès, que l'argent mis à la disposition des institutions financières pourrait gonfler rapidement l'offre de monnaie, une situation potentiellement dangereuse pour la stabilité des prix. En outre, les institutions financières canadiennes sont plus actives que leurs homologues américaines sur le marché du crédit. En effet, l'encours du crédit à la consommation demeure en hausse, et l'on peut constater que les multiplicateurs monétaires au Canada n'ont pas fléchi autant qu'au sud de la frontière. De ce fait, chaque dollar injecté dans le système financier canadien est plus susceptible de générer une croissance monétaire plus prononcée au pays qu'aux États-Unis (voir l'encadré 2 à la page 11 pour plus de détails sur la création de monnaie). La BdC devra ainsi avoir une stratégie de sortie transparente, de façon à assurer que son objectif d'inflation de 2 % soit réalisable à moyen terme (graphique 16 à la page 11).

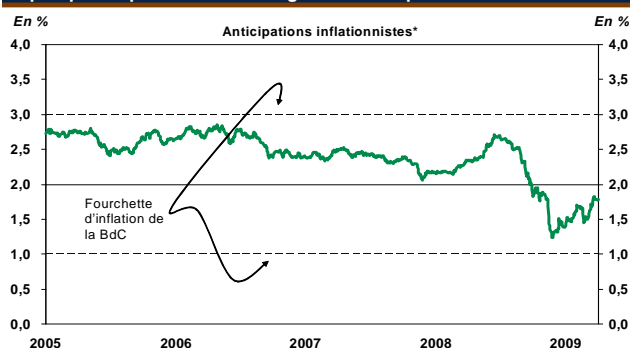
**CONCLUSION**

La détérioration rapide du contexte économique et l'anticipation d'une reprise tardive et modeste signalent que le travail de la BdC n'est pas terminé. En outre, le creusement significatif de l'écart de production de l'économie canadienne avec son plein potentiel indique que les pressions sur l'inflation sous-jacente seront largement contenues.

**Encadré 2****Création de monnaie : un exemple chiffré**

Supposons que la banque centrale achète pour 100 000 \$ de titres à une institution financière (étape 1); cette dernière détient maintenant des réserves excédentaires de 100 000 \$ et peut offrir pour 100 000 \$ de nouveaux prêts (étape 2). De ces prêts, les deux tiers se retrouvent sous forme de dépôts dans d'autres institutions financières et un tiers demeure à l'extérieur de celles-ci sous forme de numéraire (étape 3). À la troisième étape, nous avons donc une augmentation de 100 000 \$ de la masse monétaire, soit 66 667 \$ en nouveaux dépôts et 33 333 \$ en espèces. Toutefois, la création de nouvelle monnaie ne s'arrête pas là : les dépôts ayant augmenté, les institutions financières peuvent prêter davantage. À l'étape 4, elles prêtent pour 60 000 \$ en supposant qu'elles conservent 10 % des dépôts sous forme de réserve. Ce processus se répète plusieurs fois, de sorte qu'à la fin la somme des nouvelles réserves (qui correspondent à 10 % des dépôts) et du numéraire sera égale à 100 000 \$ (augmentation de la base monétaire), et la quantité de monnaie aura augmenté de 250 000 \$.

**Graphique 16 – Les autorités monétaires devront s'assurer de ne pas provoquer un désancrage des anticipations inflationnistes**



\* Dérivées à partir des obligations à rendement réel de 20 ans.  
 Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

Avec un taux directeur à seulement 0,50 %, la marge de manœuvre de la BdC en termes d'outil traditionnel s'épuise. Une baisse additionnelle de 25 points de base ou un changement de la fourchette opérationnelle ne peuvent certes être écartés, mais la suite des choses passera vraisemblablement plus par la voie d'un assouplissement quantitatif.

Les options sont nombreuses pour la BdC. Elles seront présentées dans le *Rapport sur la politique monétaire* du 23 avril prochain. Dans un discours prononcé le 1<sup>er</sup> avril, Mark Carney a mis en garde les marchés contre le fait de penser que l'ensemble de ces mesures allait être mis en œuvre :

« Entendons-nous bien : ce n'est pas parce que nous allons présenter ce cadre que nous adopterons nécessairement les options de politique monétaire qui en font partie. Leur application sera fonction des perspectives en matière de production et d'inflation

et de l'efficacité relative des instruments dont nous disposons pour atteindre la cible d'inflation. »

Quoi qu'il en soit, la BdC aura déjà utilisé un autre outil de son arsenal monétaire : la persuasion morale!

**Martin Lefebvre**  
 Économiste principal