

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

Point de vue stratégique : quelle note mérite la Banque du Canada pour sa réponse à la pandémie?

Par Royce Mendes, directeur général et chef de la stratégie macroéconomique et Tiago Figueiredo, associé – stratégie macroéconomique

L'école est finie! Les élèves de partout au pays reçoivent en ce moment leur dernier bulletin de l'année. Le moment semble donc tout désigné pour aussi remettre un bulletin à la Banque du Canada (BdC). Celle-ci a effectué un travail admirable au début de la pandémie, en amenant les taux directeurs à leur plancher et en introduisant une myriade de programmes visant à rétablir le bon fonctionnement des marchés. Malheureusement, ces actions n'ont pas été ajustées assez rapidement pendant le « long milieu » de la pandémie. De plus, les indications prospectives trop contraignantes de la BdC ont limité sa capacité à s'ajuster aux conditions économiques et ont retardé la réponse appropriée à une inflation trop élevée. Dans l'ensemble, la BdC mérite la note de passage. Les politiques mises en place ont permis à l'économie d'échapper à ce qui aurait pu être une récession bien plus longue, voire une dépression. Mais elle aurait pu faire mieux et il faudra qu'elle dresse un bilan honnête de ce qui a fonctionné et de ce qui a moins bien fonctionné.

La rentrée : A-

Il y a un peu plus de deux ans, les banques centrales faisaient des pieds et des mains pour soutenir les économies pendant ce qui s'est avéré être la plus profonde contraction depuis la Grande Dépression. La BdC a alors effectué un travail admirable en instaurant des mesures sans précédent pour freiner la chute des marchés et de l'activité économique.

Cela dit, elle aurait pu agir encore plus tôt. Bien que les dirigeants de la BdC aient finalement abaissé les taux à leur valeur plancher, cette intervention est survenue environ deux semaines après que la Réserve fédérale (Fed) eut fait de même et que l'Organisation mondiale de la santé eut décrété que la COVID-19 était une pandémie mondiale.

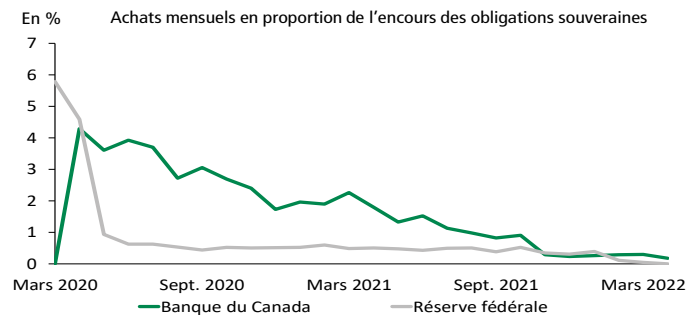
La BdC a également attendu jusqu'en avril 2020 pour commencer officiellement à acheter des obligations du gouvernement du Canada sur les marchés secondaires, et deux autres semaines se sont écoulées avant qu'elle annonce des programmes d'achat d'actifs pour soutenir le fonctionnement des marchés des obligations provinciales et de sociétés. On ne saura jamais si ces retards ont entraîné des répercussions importantes sur l'économie ou sur les marchés, mais ils empêchent la BdC d'obtenir une note parfaite pour ses actions au début de la pandémie.

La longue deuxième étape : C-

La BdC a fait des erreurs de calcul pendant le « long milieu » de la pandémie. Le programme d'achat d'obligations gouvernementales est passé d'une mesure visant à stabiliser les marchés à un programme d'assouplissement quantitatif plus traditionnel, mais il n'a pas été rajusté assez rapidement (graphique 1). La part du portefeuille de la BdC en obligations du gouvernement du Canada est peu élevée en proportion

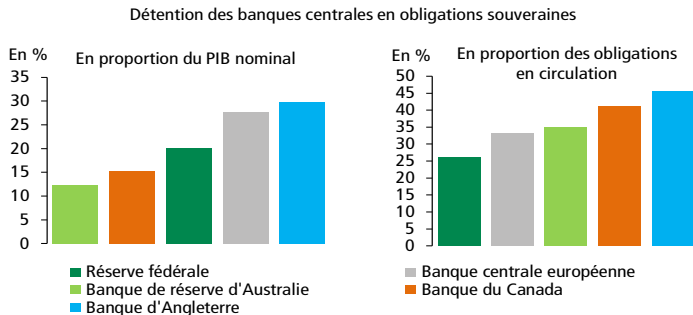
GRAPHIQUE 1

La Banque du Canada a été trop lente à réduire ses achats d'obligations après que le marché se soit rétabli



Sources : Diverses banques centrales et Desjardins, Études économiques

GRAPHIQUE 2
Le portefeuille de la Banque du Canada est important par rapport à l'encours des obligations



Sources : Diverses banques centrales et Desjardins, Études économiques

du PIB (graphique 2, à gauche), mais sa taille en pourcentage de l'encours de la dette a gonflé (graphique 2, à droite).

La part du portefeuille de la BdC par rapport à la taille du marché obligataire canadien était de toute évidence déphasée comparativement à la plupart des autres programmes d'assouplissement quantitatif dans le monde. Et selon la BdC, ses efforts à cet égard n'ont pas vraiment bonifié la stimulation monétaire. Toutefois, ils ont créé des problèmes de fonctionnement du marché, la BdC détenant plus de 60 % de certaines émissions obligataires.

La BdC s'est également mis les pieds dans les plats avec ses indications prospectives trop contraignantes. En s'engageant à maintenir les taux inchangés jusqu'à ce que la capacité excédentaire ait été complètement absorbée, elle semblait reprendre son dernier plan de bataille, soit celle menée lorsque l'économie faisait face à une demande trop faible après la crise financière de 2008-2009. Cependant, la pandémie a frappé durement à la fois l'offre et la demande. La stimulation monétaire nécessitait donc un calibrage différent.

En 2020, la capacité excédentaire était mesurée en fonction de critères traditionnels comme le taux de chômage et les taux d'utilisation de la capacité. Cependant, cela ne tenait pas compte des mesures de confinement et des perturbations qui limitaient d'autres formes d'approvisionnement. Alors que les prix à la consommation ont commencé à augmenter plus rapidement en 2021, l'engagement de la BdC de ne pas toucher aux taux jusqu'à ce que la capacité excédentaire soit complètement absorbée semblait de plus en plus déconnecté de la réalité. Ils étaient loin d'être les seuls dans ce bateau, et ce, même au début de 2022. À ce moment, les économistes de la BdC considéraient encore les vagues pandémiques davantage comme un choc de demande qu'un choc d'offre. Avec le recul, on s'aperçoit que la demande a mieux résisté aux vagues subséquentes du virus. Les limites de l'outil des indications prospectives ont été clairement exposées lorsque les dirigeants ont cité leurs propres indications au lieu des réalités économiques

comme principale raison de ne pas hausser les taux en janvier. Toujours avec le recul, ce n'était pas le bon choix.

Les achats d'assouplissement quantitatif inutilement importants et les indications prospectives trop contraignantes n'ont pas constitué des failles catastrophiques dans la politique monétaire, mais ont été nettement sous-optimaux. Ils ont contribué à l'inflation et aux excès du marché de l'habitation. Par conséquent, la BdC aurait vraiment pu faire mieux, comme sa note l'indique.

La fin de la récréation : B

La rapidité des mouvements de taux est beaucoup moins importante pour l'économie que le niveau de ces taux. Par conséquent, lorsqu'il est devenu évident que des hausses étaient nécessaires, nous avons commencé à anticiper des ajustements plus rapides pour ramener les taux à des niveaux plus appropriés, qui contribueraient davantage à refroidir l'inflation. Mais la BdC n'a pas tout à fait agi en fonction de ces attentes.

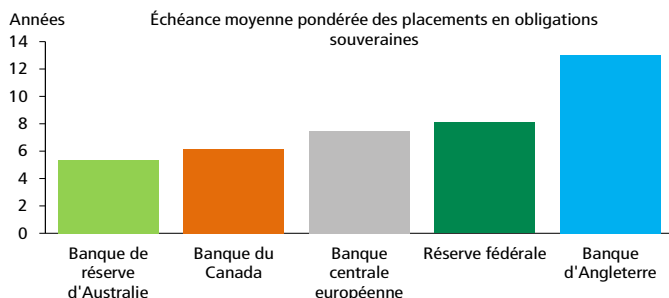
Le marché a ouvert la porte à un mouvement de 75 points de base en juin, ce que nous prévoyions nous aussi. Cependant, elle a préféré y aller avec une deuxième hausse consécutive de 50 points, et les taux sont ainsi restés plus bas plus longtemps.

Elle a également choisi jusqu'à maintenant de ne pas vendre d'obligations de son bilan. Certains participants au marché considèrent que cette décision est une réaction trop timide à l'égard de la présente poussée inflationniste. De plus, cela contribue aux déséquilibres des marchés obligataires.

La politique a également le potentiel d'engendrer des défis plus concrets à l'avenir. Sans une meilleure maîtrise de l'inflation à l'approche d'un ralentissement économique, sa réponse appropriée en matière de politique monétaire sera moins claire. Réduire les taux pour soutenir l'activité économique? Les augmenter pour ralentir l'inflation?

De plus, en cas de problèmes sérieux de fonctionnement du marché, la BdC n'aura pas les mêmes munitions qu'elle aurait eues si les taux avaient déjà été plus élevés et si le bilan était déjà plus léger. Par conséquent, nous ne pouvons manifestement pas lui donner un « A » ici.

Évidemment, la BdC n'est pas la seule banque centrale du monde! Il faut donc la situer par rapport aux autres. Certaines de ces institutions sont dans une situation plus précaire. L'inflation est plus élevée aux États-Unis et pourrait être plus difficile à faire redescendre. La Banque d'Angleterre a non seulement un bilan plus important, mais son portefeuille d'obligations a aussi une échéance moyenne pondérée plus longue (graphique 3 à la page 3). Donc, sans un changement de politique, ses avoirs diminueront à un rythme beaucoup plus lent que ceux des autres banques centrales.

GRAPHIQUE 3
Le portefeuille obligataire de la Banque d'Angleterre a la maturité moyenne pondérée la plus longue


Sources : Diverses banques centrales et Desjardins, Études économiques

Dans l'ensemble, la BdC mérite pleinement la note de passage pour son travail pendant la pandémie, mais elle est loin d'être une élève modèle. Il faudrait qu'elle dresse un

bilan honnête de ce qui a fonctionné et de ce qui a moins bien fonctionné. Les politiques mises en place, surtout au début de la pandémie, ont permis à l'économie d'échapper à ce qui aurait pu être une récession bien plus longue, voire une dépression. Cela dit, même s'il est vrai qu'on ne peut pas reprocher à un pompier d'utiliser trop d'eau lorsque l'incendie fait rage, il ne fait maintenant aucun doute que le fait de garder les valves ouvertes et d'arroser les équipes de reconstruction n'aide personne.