

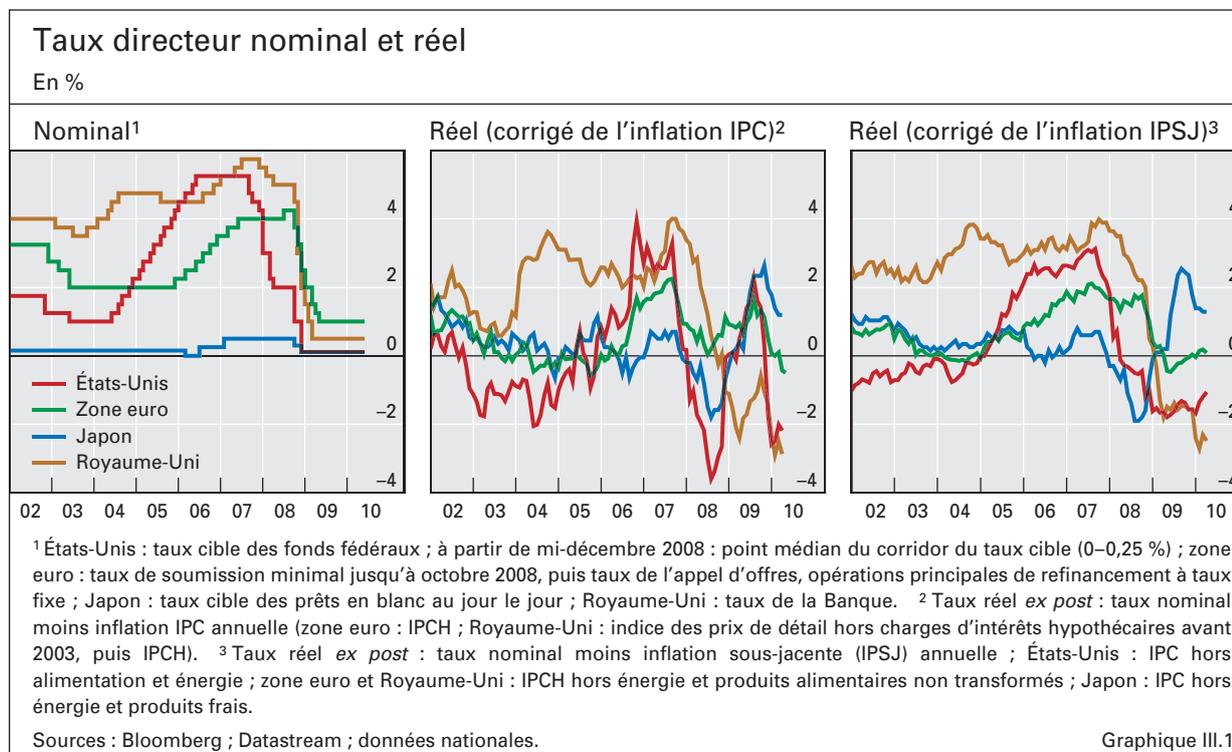
### III. Le bas niveau des taux d'intérêt présente-t-il plus de risques que d'avantages ?

Pendant la crise, les banques centrales ont abaissé les taux directeurs...

Face au ralentissement économique causé par les turbulences financières, les banques centrales ont commencé par abaisser fortement les taux d'intérêt. Les taux directeurs des principales économies avancées s'établissent ainsi entre zéro et 1 % actuellement, ce qui laisse peu voire pas de marge pour de nouvelles baisses visant à amortir d'éventuels autres chocs négatifs (graphique III.1). En termes réels, ils se situent autour de zéro dans la zone euro et sont négatifs aux États-Unis et au Royaume-Uni, alors qu'au Japon, une légère déflation les a fait repasser au-dessus de zéro.

...et adopté des mesures non conventionnelles

Lorsque la crise s'est aggravée, les banques centrales ont adopté des mesures non conventionnelles pour empêcher une réédition de la Grande Dépression, redoutée par de nombreux observateurs<sup>1</sup>. Elles ont notamment injecté massivement des liquidités dans leur propre monnaie, utilisé les lignes de swap pour procurer des devises aux établissements locaux et sont intervenues sur les marchés obligataires. Le bilan des banques centrales s'est alors grandement étoffé et sa composition s'est modifiée (graphique II.4). Les États ont accompagné ces actions par un soutien aux établissements financiers et par d'importantes mesures de relance budgétaire (chapitre V).



<sup>1</sup> Concernant les mesures non conventionnelles, voir C. Borio et P. Disyatat, *Unconventional monetary policies: an appraisal*, BIS Working Papers, n° 292, novembre 2009 ; BRI, *79<sup>e</sup> Rapport annuel*, juin 2009, chapitres III et IV.

Sur les premiers mois de 2010, lorsqu'il semblait que le risque d'un effondrement financier était écarté et que la reprise macroéconomique s'amorçait, les autorités des grandes économies avancées ont commencé à réfléchir aux options disponibles pour sortir de cette stratégie de crise<sup>2</sup>. L'évolution du marché de la dette publique de la Grèce et les turbulences qui en ont découlé, en avril et mai, ont amené certaines banques centrales à reconsidérer le calendrier qu'elles avaient envisagé, mais l'objectif ultime n'est pas remis en cause. Il demeure possible de dissocier dans le temps sortie des mesures non conventionnelles et sortie de la politique de taux bas. Dans l'un et l'autre cas, le déroulement précis de la stratégie variera probablement selon les économies, en fonction de la rapidité relative du redressement des marchés financiers et de l'activité réelle.

Les autorités ont commencé de réfléchir aux modalités de sortie

Pour prendre ces décisions, les autorités devront tenir compte des distorsions provoquées par une longue période de détente monétaire. En effet, nombreux sont ceux qui attribuent à la faiblesse persistante des taux d'intérêt un rôle majeur dans le déclenchement de la crise (*79<sup>e</sup> Rapport annuel BRI*, chapitre I). Les autorités doivent également être très attentives aux distorsions résultant des outils monétaires non conventionnels. Ainsi, il peut y avoir des distorsions de prix sur les marchés obligataires lorsque les banques centrales révisent leurs critères d'éligibilité des sûretés pour les opérations de pension et procèdent à des achats d'actifs. Des prix artificiellement gonflés sur certains marchés risquent de retarder le nécessaire assainissement des bilans du secteur privé. Par ailleurs, l'intermédiation accrue des banques centrales durant la crise fausse le fonctionnement des marchés. En outre, les achats d'actifs font courir aux banques centrales un risque de crédit important, lequel, conjugué à la modification de la composition de leur bilan, peut les exposer à des pressions de la sphère politique.

Le bas niveau des taux et les mesures non conventionnelles entraînent des distorsions...

Le passé n'apporte guère d'informations sur les répercussions économiques indirectes d'une politique monétaire non conventionnelle. En revanche, les distorsions induites par le bas niveau des taux d'intérêt ont déjà été observées. Le chapitre étudie ces risques dans le contexte actuel et explique que, s'ils ne sont pas traités rapidement, ils pourraient engendrer à terme des problèmes sur les plans intérieur et international. Il s'appuie sur les enseignements tirés de la période ayant mené à la crise financière de 2007–2009 et sur l'expérience du Japon depuis le milieu des années 1990.

...pouvant poser problème à l'avenir

## Effets secondaires au plan national

On sait depuis les épisodes antérieurs de bas niveau des taux d'intérêt qu'une politique monétaire souple peut être associée à une forte expansion du crédit, à une hausse du prix des actifs, à une contraction des primes de risque et à une quête de rendement. Ensemble, ces facteurs ont été à l'origine d'une allocation des ressources très inadéquate dans les années qui ont précédé la crise, comme en témoigne la croissance excessive des

Le bas niveau des taux a entraîné une allocation inadéquate des ressources avant la crise...

<sup>2</sup> Certains instruments monétaires non conventionnels ont déjà été supprimés ou sont en train de disparaître naturellement à mesure que les marchés commencent à se redresser.

secteurs de la finance et de la construction. Les ajustements structurels qui s'imposent sont douloureux et prennent du temps.

...et il retarde aujourd'hui les ajustements nécessaires

Dans le contexte actuel, le bas niveau des taux directeurs est d'autant plus préoccupant qu'il s'accompagne de taux longs nettement plus élevés. Cette situation peut accentuer le risque de taux et retarder l'assainissement des bilans dans les secteurs privé et public. De surcroît, il est possible que la faiblesse des taux ait durablement ralenti l'activité sur les marchés monétaires, ce qui rendrait encore plus délicate la sortie de cette politique monétaire accommodante.

#### *Recul du risque mesuré et perçu*

Le bas niveau des taux influe sur les mesures et la perception du risque

Selon les modèles économiques standards, une baisse des taux d'intérêt réels dont on pense qu'elle sera durable accélère l'expansion du crédit. Elle renchérit en outre les actifs, car elle réduit le facteur d'actualisation des flux de trésorerie futurs. Toutes choses égales par ailleurs, la valeur des sûretés s'accroît, ce qui peut inciter les établissements financiers à consentir davantage de crédits et à renforcer leur propre levier afin d'acheter des actifs plus risqués. Le renchérissement des actifs est, aussi, souvent associé à un tassement de la volatilité des prix, qui se traduit par un repli des mesures habituelles du risque inhérent aux portefeuilles, telle la valeur en risque (VeR)<sup>3</sup>. À leur tour, ces facteurs gonflent encore le volume des capitaux investis dans des actifs à risque ainsi que le prix des actifs, et mènent à une contraction supplémentaire des primes de risque mesurées.

Il a contribué au renchérissement des actifs avant la crise...

Beaucoup considèrent ce mécanisme comme l'une des principales causes de la hausse du prix des actifs et du recul des primes de risque intervenus avant la crise financière de 2007–2009. La crise a entraîné une forte augmentation des primes de risque, une vive chute de la valeur des actifs, une montée des VeR, et donc des pertes pour les investisseurs, notamment ceux qui recouraient fortement à l'effet de levier sans en avoir la capacité dans un tel contexte. Ces retournements ont provoqué des appels de sûretés et des ventes en masse, ce qui a pesé encore davantage sur les prix.

...et peut encore être à l'œuvre aujourd'hui

À compter du printemps 2009, le redressement rapide des marchés d'actions dans le monde entier et le renchérissement de l'immobilier résidentiel dans de nombreux pays (mais pas dans la zone euro ni au Japon) se sont accompagnés d'une réduction des primes de risque, notamment sur les obligations d'entreprise (graphiques II.1 et III.2, cadres supérieurs), encore que certains indicateurs de risque soient remontés depuis, en relation avec la crise de la dette souveraine grecque. Les chiffres de VeR publiés montrent que le risque, mesuré par les pertes potentielles sur positions de négociation des banques, demeure élevé (graphique III.2, cadre inférieur gauche). Parallèlement, les banques centrales et les pouvoirs publics ont, pendant la crise de 2007–2009, cherché en priorité à stopper l'effondrement du prix

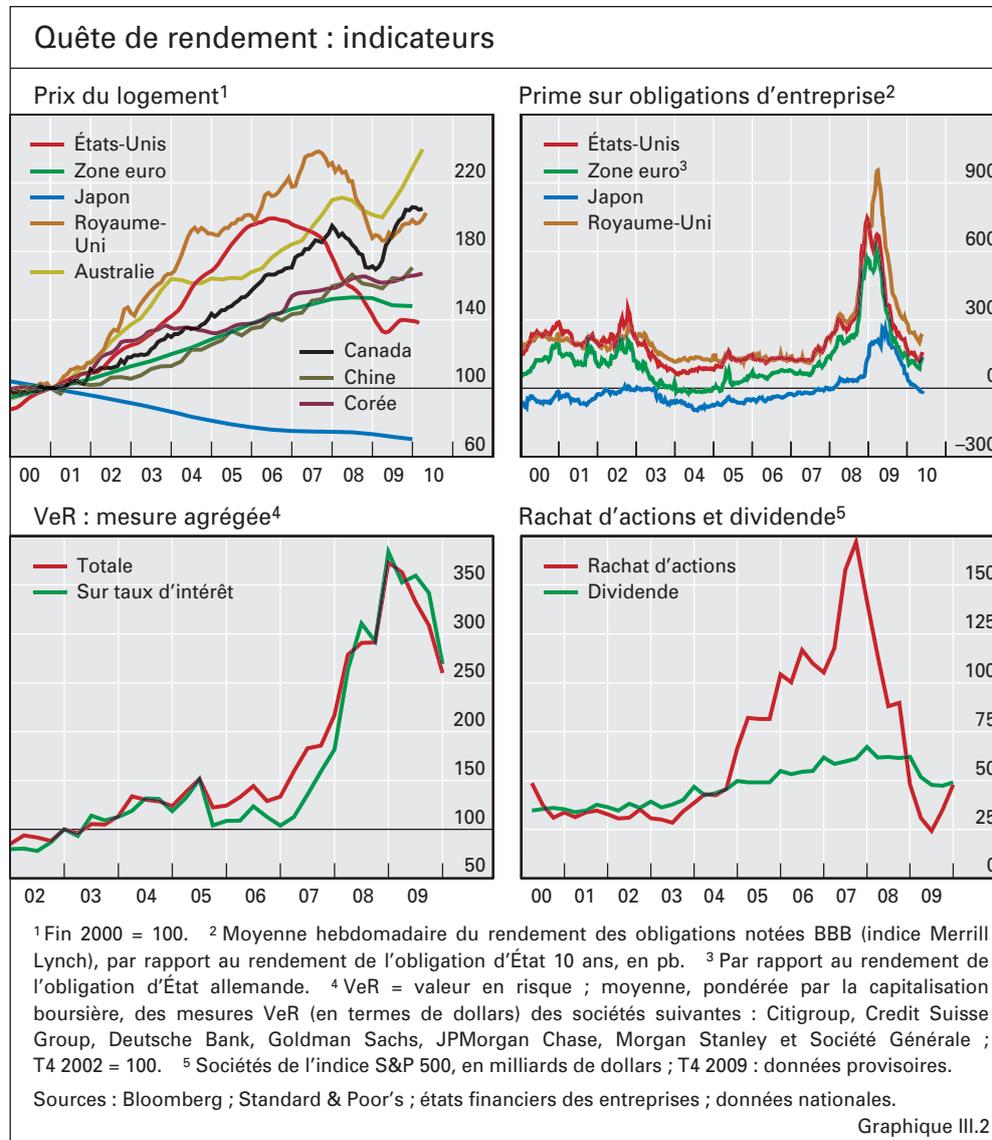
<sup>3</sup> À propos de l'effet de la politique monétaire accommodante sur les mesures de la VeR, voir T. Adrian et H. S. Shin, *Financial intermediaries and monetary economics*, Banque de Réserve fédérale de New York, Staff Reports, n° 398, octobre 2009. Parmi les études empiriques montrant ses effets sur l'accroissement de la prise de risque par les banques commerciales, voir Y. Altunbas, L. Gambacorta et D. Marqués-Ibáñez, *Does monetary policy affect bank risk-taking?*, BIS Working Papers, n° 298, mars 2010.

des actifs et à réduire le risque d'insolvabilité. Il convient donc d'interpréter l'ample remontée du prix des actifs et la contraction des primes de risque, observées en 2009 et dans les premiers mois de 2010, comme un signe à la fois de l'efficacité de ces mesures et d'un retour à des stratégies de prise de risque potentiellement excessive.

### Quête de rendement

La prise de risque peut aussi provenir de la quête de rendement, le bas niveau des taux directeurs nominaux incitant les investisseurs à prendre davantage de risques dans l'espoir de rendements nominaux supérieurs<sup>4</sup>. Pendant les années qui ont précédé la crise financière, beaucoup d'investisseurs ont ciblé un taux de rendement nominal qu'ils jugeaient approprié sur la base de l'expérience passée. De plus, les investisseurs institutionnels, tels les

Le bas niveau des taux directeurs peut susciter une quête de rendement...



<sup>4</sup> R. Rajan, « Has financial development made the world riskier? » in Banque de Réserve fédérale de Kansas City, *Proceedings*, août 2005, pp. 313–369.

assureurs et les fonds de pension, contraints par les obligations implicites ou contractuelles qu'ils avaient prises envers leur clientèle lorsque les rendements nominaux étaient plus élevés, se sont tournés vers des placements de substitution. L'indexation de nombreux systèmes de rémunération sur les rendements nominaux a également encouragé cette quête.

...de nature à tirer le prix des actifs à la hausse...

Plusieurs signes peuvent être révélateurs de la quête de rendement, au premier rang desquels le renchérissement des actifs et la contraction des primes de risque. Si le redressement de nombreux marchés d'actifs en 2009 et début 2010 correspondait, en partie, à une correction après la période d'aversion pour le risque induite par la crise, le phénomène de quête de rendement, dans le contexte de taux directeurs proches de zéro, peut aussi avoir commencé à se faire sentir à la fin de cette période.

...favoriser l'innovation financière...

Une innovation financière dévoyée en est un deuxième signe révélateur. Au début des années 2000, les intermédiaires ont voulu satisfaire l'appétit de rendement des investisseurs en imaginant des produits financiers censés minimiser le risque. Un large éventail de « produits structurés » ont ainsi été abondamment vendus pendant les années qui ont précédé la crise. En apparence, ces produits comblaient les attentes de rendement élevé et de risque réduit, mais, pendant la crise, ils ont révélé leur vraie nature, totalement à l'opposé. Le marché s'est donc réorienté vers des instruments moins exotiques. Cela étant, il est difficile de surveiller l'innovation financière et les défauts des nouveaux produits se repèrent toujours plus facilement *a posteriori*.

...et décourager l'investissement réel

Troisième signe révélateur : la hausse des dividendes et les rachats d'actions. Lorsque les investisseurs tablent sur des rendements nominaux élevés et que ceux-ci sont difficiles à obtenir, les entreprises non financières peuvent être fortement tentées de leur redistribuer les fonds plutôt que d'investir dans de nouvelles usines ou dans la recherche et développement, démarche économiquement rentable, mais comportant des risques. Les rachats d'actions et le versement de dividendes confortables, qui étaient monnaie courante avant la crise, se sont nettement raréfiés depuis, comme c'est normalement le cas en phase de repli conjoncturel (graphique III.2, cadre inférieur droit). Ces deux pratiques ont modérément repris courant 2009, lorsque les perspectives économiques se sont éclaircies, mais sans renouer avec leurs niveaux d'avant la crise, ce qui laisse supposer que cet aspect de la quête de rendement n'est pas manifeste pour le moment.

#### *Risque de taux d'intérêt*

Le bas niveau des taux directeurs peut pentifier la courbe des taux...

Conjugué à la hausse des taux longs, le bas niveau des taux directeurs augmente les revenus que les banques peuvent dégager de la transformation des échéances, en empruntant à court terme pour prêter à long terme. D'ailleurs, si les banques centrales ont abaissé leurs taux directeurs, c'est en partie pour permettre aux établissements financiers en détresse d'accroître ces revenus et de renforcer ainsi leurs fonds propres. La hausse des ratios portage/risque en 2009 et début 2010 (graphique II.1, cadre inférieur droit) témoigne de la rentabilité croissante de la transformation des échéances depuis la crise. Sous l'effet de la hausse des rendements des obligations

d'État, consécutive au gonflement des déficits et de la dette, et d'une prise de conscience accrue des risques qui en découlent, la pente de la courbe des taux s'est encore accentuée, ce qui ne fait que renforcer l'attrait des stratégies de transformation des échéances.

Toutefois, il est possible que les établissements financiers sous-estiment le risque associé à l'asymétrie d'échéances et qu'ils soient surexposés aux actifs à long terme<sup>5</sup>. Comme déjà noté, les banques conservent une forte exposition aux taux d'intérêt, mesurée par la VeR. Si un relèvement inattendu des taux directeurs entraînait une progression analogue des rendements obligataires, elles subiraient de lourdes pertes du fait de la baisse du prix des obligations qui s'ensuivrait, et auraient donc du mal à renouveler leur dette à court terme. Ces risques se sont peut-être un peu accentués dans le sillage de la crise de 2007–2009, car, en raison de l'environnement de crédit défavorable aux banques et de la disponibilité de ressources accrues auprès des banques centrales, beaucoup d'établissements se retrouvent avec un profil de financement déséquilibré en faveur des échéances courtes. Une pénurie de financements de gros pour les banques pourrait déclencher de nouvelles ventes d'actifs et exacerber la baisse des prix.

...exposant ainsi les banques au risque de taux

Ainsi, un resserrement non anticipé de la politique monétaire pourrait avoir de graves répercussions dans le secteur bancaire. Il est donc utile que les banques centrales fassent connaître à l'avance leur intention de revoir les taux directeurs, afin que marchés et établissements puissent s'adapter en douceur à cette évolution prévue du prix des actifs et des coûts du financement.

#### *Retards dans l'ajustement des bilans*

La crise financière et les événements qui l'ont précédée imposent maintenant d'assainir les bilans des établissements financiers, des ménages et du secteur public. Ce dernier se trouve dans une situation budgétaire précaire, en raison, pour une part, des plans de sauvetage organisés pendant la crise. Le bas niveau des taux directeurs risque de ralentir, voire d'entraver, ces ajustements nécessaires. Dans le secteur financier, la forte pente de la courbe des taux procure aux établissements une source de revenus qui émousse peut-être le sentiment d'urgence face à la nécessité de réduire l'effet de levier, et de procéder à des ventes ou dépréciations d'actifs douteux (chapitre VI). S'il a le mérite de stabiliser les anticipations des marchés, l'engagement des banques centrales à maintenir durablement les taux directeurs à un bas niveau peut contribuer à cet excès de confiance.

Le bas niveau des taux directeurs peut retarder l'assainissement des bilans ;

On a pu constater que des taux directeurs à un bas niveau permettent de renouveler indéfiniment des prêts non viables (*evergreening*). Pendant l'épisode prolongé de faiblesse des taux d'intérêt nominaux au Japon, dans les années 1990, les banques ont autorisé leurs débiteurs à renouveler des prêts dont ils pouvaient rembourser les intérêts, pratiquement nuls, mais pas le

il peut inciter à renouveler indéfiniment les prêts bancaires...

<sup>5</sup> Il se peut aussi que les banques aient étoffé leurs portefeuilles d'obligations d'État afin d'améliorer les résultats de leurs tests de résistance au risque de liquidité.

principal. Elles ont reconduit ces prêts au lieu de les passer par profits et pertes, afin de préserver leurs fonds propres, déjà mis à mal par une dépréciation des actifs. Cette pratique a retardé l'assainissement et la contraction des bilans du secteur financier. De plus, la présence d'entreprises moribondes survivant ainsi a probablement limité la concurrence, pesé sur l'investissement et empêché l'entrée de nouveaux acteurs<sup>6</sup>.

...une pratique difficile à mesurer

Il n'existe pas de méthode établie pour déterminer empiriquement l'étendue de tels renouvellements de prêts, mais cette pratique peut être mise en lumière si l'on voit que les secteurs en difficulté reçoivent une part disproportionnée des prêts. C'est ce qui avait été observé au Japon dans les années 1990<sup>7</sup>. Autre indicateur possible : l'assouplissement des critères de prêt appliqués par les banques commerciales à leurs débiteurs. Le Federal Reserve Senior Loan Officer Opinion Survey a commencé à recenser les variations de l'encours de lignes de crédit en janvier 2009. Pour la clientèle des entreprises commerciales et industrielles, les lignes de crédit se sont contractées, mais à un rythme toujours plus lent. Lorsqu'elles recommenceront à s'accroître, cela signifiera, dans un premier temps, le retour à des conditions de prêt normales, mais pourrait aussi, à terme, témoigner d'un renouvellement de prêts non viables, et ainsi de retards dans l'ajustement des bilans des acteurs financiers et non financiers du secteur privé.

L'assainissement des finances publiques peut aussi être retardé

Le bas niveau des taux d'intérêt peut aussi retarder l'ajustement nécessaire des bilans dans le secteur public (chapitre V). En recentrant leur profil d'endettement sur le plus court terme, les États peuvent réduire leur charge d'intérêts. Ils se ménagent ainsi un répit leur permettant de ramener la dette souveraine à des niveaux plus tenables, mais, faute d'un ajustement rapide, exposent aussi leurs budgets à tout relèvement des taux directeurs, ce qui peut susciter des interrogations quant à l'indépendance des autorités monétaires.

### *Paralysie des marchés monétaires*

Le bas niveau des taux directeurs peut paralyser les marchés monétaires et compliquer la stratégie de sortie...

Dès que les banques centrales commenceront à sortir de la stratégie de crise et à relever leurs taux directeurs, il faudra absolument que les marchés monétaires transmettent ce changement à toute l'économie. De bas niveaux des taux directeurs peuvent être un facteur de paralysie pour ces marchés : lorsque le coût opérationnel des transactions sur le marché monétaire dépasse les intérêts reçus, qui sont étroitement liés aux taux directeurs, les banques commerciales peuvent renoncer à recourir à de telles opérations. Le Japon avait subi pareil blocage : le volume des prêts en blanc sur le marché de l'argent au jour le jour est passé de plus de ¥12 000 milliards par mois en

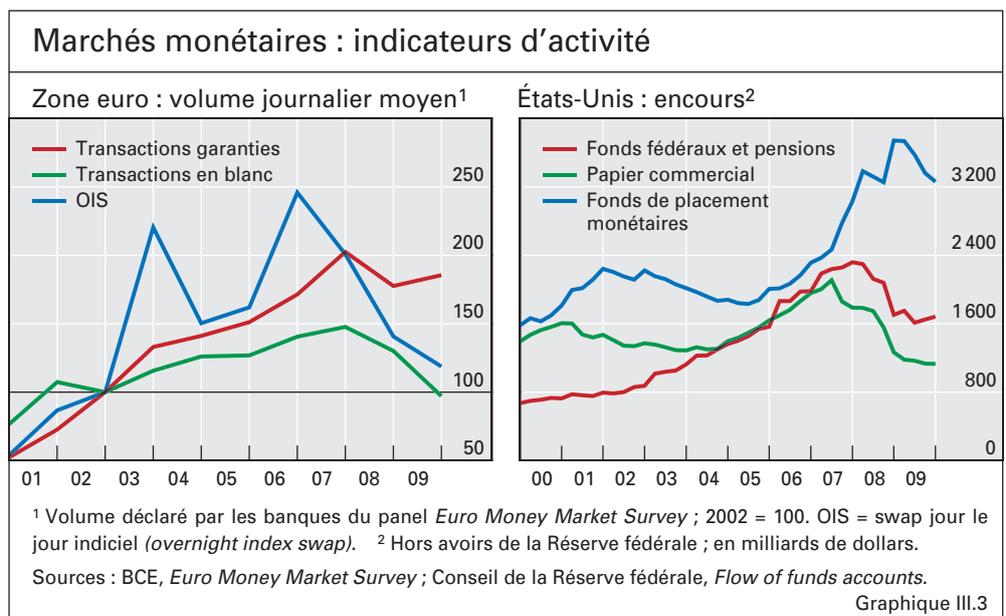
<sup>6</sup> T. Hoshi et A. Kashyap, « Solutions to Japan's banking problems: what might work and what definitely will fail », in T. Ito, H. Patrick et D. Weinstein (sous la direction de), *Reviving Japan's economy: problems and prescriptions*, MIT Press, 2005, pp. 147-195 ; R. Caballero, T. Hoshi et A. Kashyap, « Zombie lending and depressed restructuring in Japan », *American Economic Review*, vol. 98, n° 5, décembre 2008, pp. 1943-1977.

<sup>7</sup> W. Watanabe, « Does a large loss of bank capital cause evergreening? Evidence from Japan », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 24, n° 1, mars 2010, pp. 116-136.

moyenne sur 1995–1998 à moins de ¥5 000 milliards sur 2002–2004<sup>8</sup>. En conséquence, le resserrement de la politique monétaire japonaise en 2006 a été compliqué par la présence d'un personnel en sous-effectif dans les salles de marché des banques commerciales. Si beaucoup de banques centrales se sont abstenues de ramener leur taux directeur à zéro pendant la récente crise financière, c'est précisément pour éviter ce problème. Ce sont probablement des disparités dans la structure des marchés monétaires qui expliquent que certains pays se soient davantage approchés de zéro que d'autres.

Le volume de transactions sur les marchés monétaires de la zone euro et des États-Unis diminue depuis le début de la crise financière et se trouve proche de son niveau de 2003–2004, période également caractérisée par des taux directeurs faibles (graphique III.3). Le volume a baissé en 2008, en raison principalement d'une accumulation de liquidité, de préoccupations concernant les contreparties et les sûretés, ainsi que d'injections accrues de liquidité par les banques centrales ; qu'il soit demeuré bas peut aussi refléter la diminution des marges. Le volume des transactions sur fonds garantis a augmenté dans la zone euro en 2009, et l'encours des fonds fédéraux et des pensions a légèrement progressé aux États-Unis en fin d'année. Ces progressions – observées avant la crise de la dette souveraine grecque – peuvent traduire un reflux des préoccupations liées aux contreparties et aux sûretés, ainsi qu'une réduction des opérations d'*open market* des banques centrales. Il reste maintenant à savoir si les volumes finiront par renouer avec leurs niveaux antérieurs, ou si le bas niveau des taux directeurs a effectivement réduit l'activité sur les marchés monétaires et ainsi compliqué la mise en œuvre des stratégies de sortie.

...mais il reste à savoir si cela constitue un problème aujourd'hui

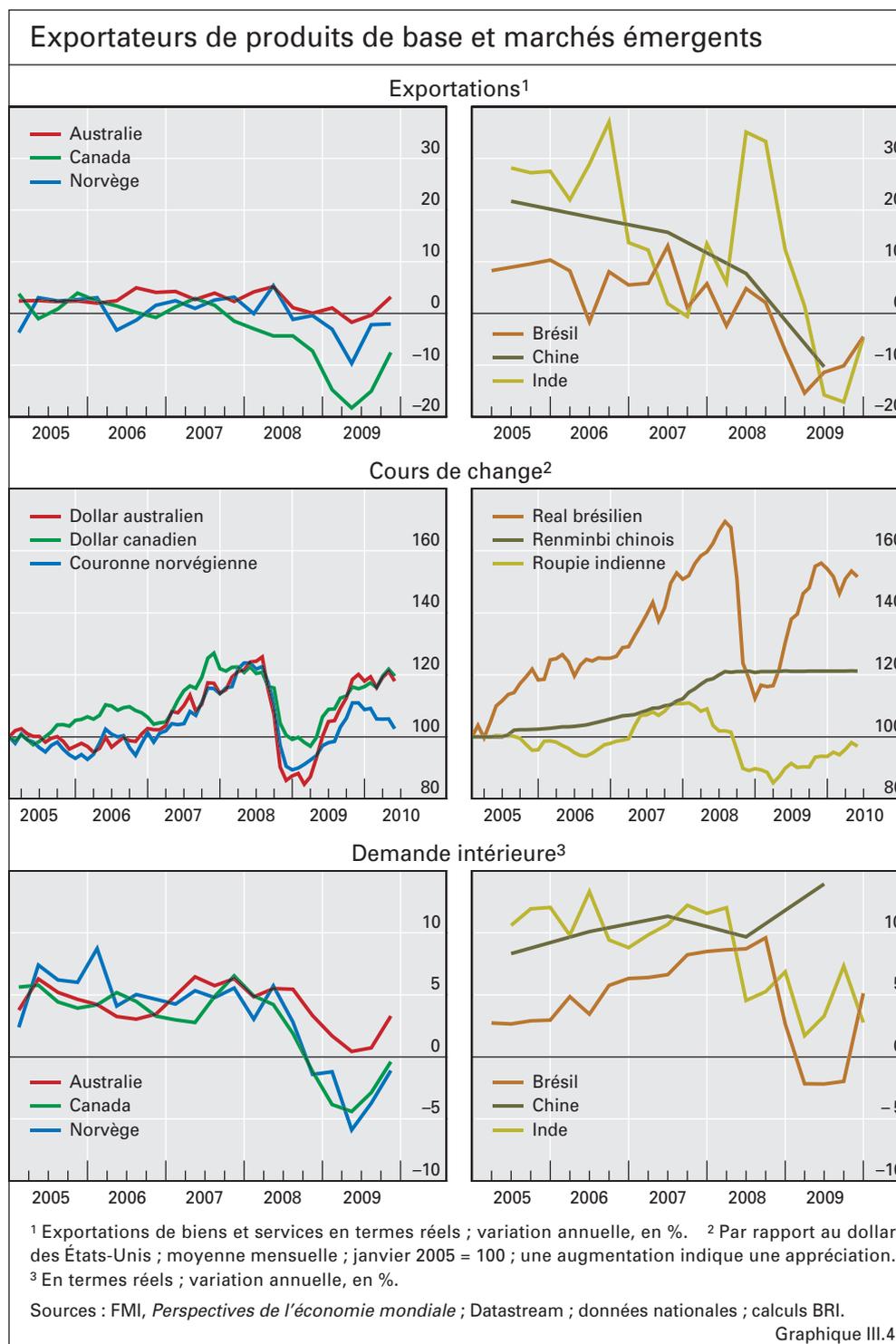


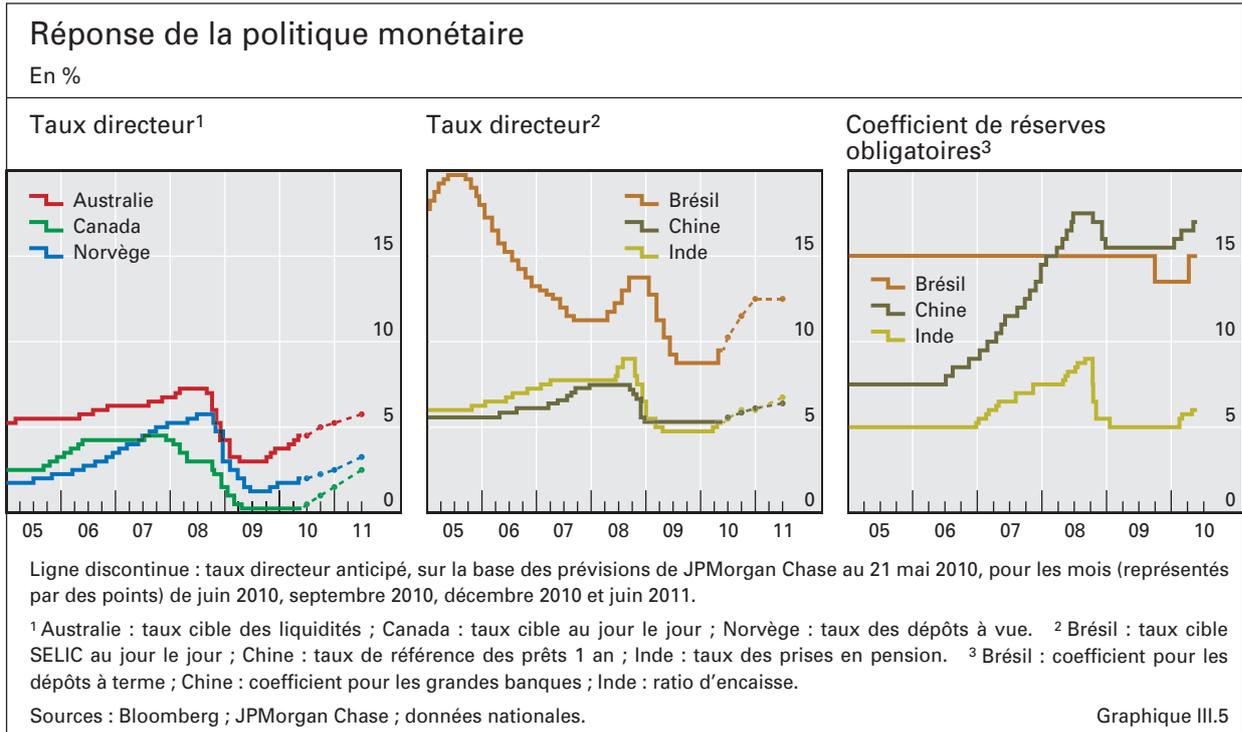
<sup>8</sup> N. Baba, S. Nishioka, N. Oda, M. Shirakawa, K. Ueda et H. Ugai, *Japan's deflation, problems in the financial system and monetary policy*, BIS Working Papers, n° 188, novembre 2005.

## Effets secondaires au plan international

Le bas niveau des taux directeurs cause aussi des distorsions au plan international

La faiblesse des taux d'intérêt dans les principales économies avancées provoque des effets secondaires qui dépassent les frontières et gagnent à la fois les économies émergentes et les pays industrialisés exportateurs de produits de base, qui ont mieux résisté à la crise. Dans la plupart de ces économies, la crise financière a eu plusieurs premières répercussions : forte compression des exportations (graphique III.4, cadres supérieurs), retrait des





ressources en dollars par les banques étrangères, liquidation des portefeuilles d'actions et d'obligations par les investisseurs, et chute des bourses. Les grands pays émergents et les économies avancées exportateurs de produits de base ont vu leur cours de change vis-à-vis du dollar s'éroder considérablement à l'automne 2008, à l'exception de la Chine, qui a maintenu la parité du renminbi (graphique III.4, cadres centraux). La politique monétaire a été assouplie, à la fois via une baisse des taux d'intérêt et, en Chine, en Inde puis au Brésil, via un abaissement du coefficient de réserves obligatoires (graphique III.5). De plus, de nombreuses banques centrales ont fourni localement des fonds en dollars que certaines avaient obtenus grâce à des lignes de swap avec la Réserve fédérale.

La demande intérieure a donc pu compenser une partie de la contraction induite par le repli des exportations (graphique III.4, cadres inférieurs). Lorsque le prix des actifs s'est aussi redressé, les banques centrales hors des principales économies avancées se sont remises à durcir leur politique monétaire, malgré l'atonie persistante des exportations. Fin mai 2010, l'Australie, le Brésil, l'Inde et la Norvège ont commencé à relever leurs taux d'intérêt ; le Brésil, la Chine et l'Inde avaient renforcé leurs exigences en matière de réserves obligatoires. Les marchés anticipent une poursuite du resserrement.

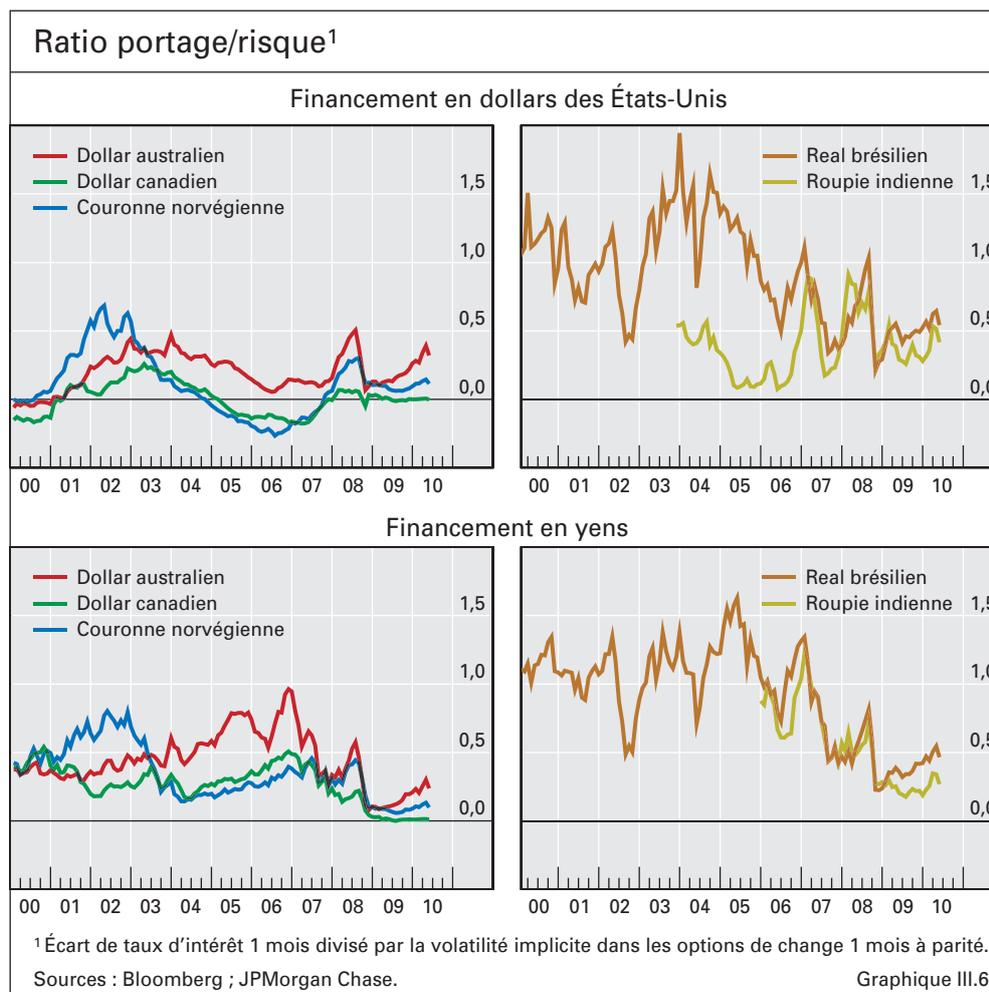
Le resserrement monétaire a engendré des écarts de taux (réels et nominaux) significatifs vis-à-vis des principaux pays en crise. Conjugués à de meilleures perspectives de croissance, ces écarts attirent les capitaux étrangers et rehaussent l'attrait du portage entre devises (graphique III.6).

Les flux de capitaux permettent une meilleure allocation des ressources économiques, et les entrées constituent d'importants facteurs de croissance, surtout dans les économies émergentes. Dans le contexte actuel, ils peuvent

Le resserrement monétaire a commencé dans les pays moins touchés par la crise

Les écarts de taux ont favorisé les entrées de capitaux...

...qui accélèrent maintenant l'expansion...



...mais peuvent  
s'inverser  
rapidement

toutefois accélérer le renchérissement des actifs et alimenter l'inflation. Ils ont également, par le passé, été à l'origine d'une appréciation des monnaies flottantes ciblées, ce qui équivaut, dans les pays concernés, à un resserrement des conditions monétaires. Or, il faut probablement tabler sur de nouveaux relèvements des taux directeurs, qui draineront encore plus de fonds étrangers. Cela expose les économies bénéficiaires à un risque de sorties de capitaux rapides et massives, et à une inversion des pressions sur le change en cas de modification de la situation macroéconomique, monétaire ou financière dans le monde, ou de changement de la perception qu'en ont les investisseurs. Le chapitre IV analyse plus en détail les questions liées aux entrées de capitaux dans les économies émergentes.

## Synthèse

Les récentes turbulences de marché liées aux préoccupations concernant la dette souveraine ont probablement différé le nécessaire retour à une orientation monétaire plus normale au sein des économies avancées. Le calendrier précis du resserrement dépendra des perspectives de l'activité macroéconomique et de l'inflation, ainsi que de la solidité du secteur financier. Mais, comme l'expérience l'a montré, plus les taux directeurs sont maintenus

à un très bas niveau, plus les effets secondaires s'additionnent, faussant l'évaluation des risques financiers, suscitant une quête de rendement et retardant l'assainissement des bilans. De surcroît, les écarts de taux qui en découlent encouragent des flux de capitaux intenablement vers les pays à taux élevés. Puisque ces effets secondaires font naître des risques à long terme pour la stabilité financière et macroéconomique, il est indispensable d'en tenir compte en déterminant le calendrier et le rythme du retour des taux directeurs à la normale.