



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

Discours prononcé par Carolyn Wilkins  
première sous-gouverneure de la Banque du Canada  
City Lecture de l'Official Monetary and Financial Institutions Forum  
Londres (Royaume-Uni)  
14 septembre 2016

---

## La stabilité financière en contexte de persistance de taux d'intérêt bas et de croissance lente

### Introduction

J'aimerais tout d'abord remercier l'Official Monetary and Financial Institutions Forum de m'avoir invitée ici aujourd'hui. Pour des décideurs publics comme moi, les analyses et les commentaires du Forum sont inestimables.

Les dirigeants de banque centrale et mes collègues responsables de politiques à l'échelle du globe ont consacré les huit années écoulées depuis la crise financière mondiale à relancer leur économie et à réparer leur système financier. Face aux défis supplémentaires posés par les crises de la dette souveraine qui touchent certains pays, un choc des prix du pétrole et, plus récemment, les répercussions du Brexit qui se font sentir, il n'est guère étonnant que nous ayons déployé beaucoup d'énergie afin d'éviter une autre débâcle financière et d'assurer la poursuite de la reprise. Cette odyssée n'est peut-être pas aussi épique que celle décrite dans le classique d'Homère, mais elle s'est certes révélée longue et périlleuse.

Huit ans après le début de ce périple, il est urgent pour nous tous de consulter la carte afin de voir où nous nous dirigeons à long terme et de prendre les décisions stratégiques qui nous épargneront à l'avenir des problèmes évitables. Nous sommes tous conscients que, outre les facteurs cycliques, les tendances démographiques et les autres facteurs structurels

Je tiens à remercier Stephen Murchison, José Dorich et Grahame Johnson de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 14 septembre 2016  
6 h 50, heure de l'Est

entravent le potentiel de croissance de l'économie mondiale. Vous êtes sans doute tous préoccupés par cette situation puisque, en définitive, c'est la croissance qui détermine les rendements de vos placements et vos perspectives d'emploi. Et comme les économies progressent plus lentement, une croissance universelle est plus importante que jamais.

La lenteur de la croissance m'inquiète en tant que dirigeante de banque centrale, non seulement parce qu'elle réduit la marge de manœuvre nécessaire à l'atteinte de notre cible d'inflation, mais aussi parce qu'un ralentissement de la croissance potentielle accentue de façon considérable les risques entourant la stabilité financière.

Pour expliquer ces préoccupations, je commencerai par vous exposer mon point de vue sur les perspectives à long terme concernant la croissance économique et les taux d'intérêt réels. Puis, je vous donnerai quelques exemples de la façon dont ces perspectives pourraient se traduire par des vulnérabilités accrues au sein du système financier. Je ne crois pas que nous soyons impuissants pour autant, c'est pourquoi je terminerai par une description de stratégies prometteuses qui pourraient nous mener de manière sûre vers une trajectoire de croissance durable et solide.

### **Le long et tortueux parcours**

À de nombreuses reprises depuis la crise, les économistes ont été surpris par une croissance économique inférieure aux attentes partout dans le monde, ce qui a donné lieu au concept de « déceptions successives ». Dans ses prévisions, la Banque du Canada a surestimé la croissance mondiale d'un demi-point de pourcentage en moyenne chaque année au cours des quatre dernières années. Les projections des prévisionnistes du secteur privé se sont révélées encore plus éloignées de la réalité<sup>1</sup>.

La reprise lente et hésitante tient en partie à certains facteurs cycliques qui prennent des années à s'estomper, notamment la réduction du levier d'endettement dans les secteurs privé et public. Elle découle également de tendances structurelles plus profondes qui poussent à la baisse le potentiel de croissance de l'économie mondiale.

La croissance du PIB potentiel à l'échelle du globe est passée d'un sommet d'environ 5 % en 2005 à un peu plus de 3 % cette année selon les estimations de la Banque du Canada<sup>2</sup>. C'est énorme. En 2016 seulement,

---

<sup>1</sup> D'après les prévisions pour les douze mois à venir. Voir : J.-D. Guénette, N. Labelle St-Pierre, M. Leduc et L. Rennison (2016), *The Case of Serial Disappointment*, note analytique du personnel n° 2016-10, Banque du Canada.

<sup>2</sup> Les économistes appellent « production potentielle » le niveau de production maximal que peut générer une économie sans provoquer de tensions inflationnistes. Avec le temps, on peut s'attendre à ce que l'économie tourne à pleine capacité et que l'inflation demeure stable. À ce stade, le taux de croissance de la production potentielle détermine le rythme de l'activité économique.

une réduction de 2 points de pourcentage de la croissance potentielle mondiale représente un manque à produire de 1 1/2 billion de dollars américains pour l'ensemble de la planète. Si ce rythme se maintient, le manque à produire atteindra un peu moins de 9 billions de dollars dans cinq ans. Le ralentissement a été généralisé, même si la croissance potentielle varie largement d'un pays à l'autre. On estime que la croissance potentielle en Chine est passée d'un peu plus de 10 % à quelque 6 1/2 %<sup>3</sup>. Dans les économies avancées, ce chiffre est beaucoup plus faible : il avoisine 1 1/2 % au Canada et 1 3/4 % aux États-Unis, par exemple<sup>4</sup>.

La production potentielle comporte deux composantes – l'offre de main-d'œuvre et la productivité du travail –, et l'une comme l'autre contribuent au ralentissement de la croissance potentielle du globe. Les tendances en matière de main-d'œuvre sont appelées à se poursuivre et les chiffres sont saisissants : la croissance de la population en âge de travailler à l'échelle mondiale va passer d'environ 1 % à 0,6 % au cours des vingt prochaines années<sup>5</sup>.

Il est difficile de quantifier précisément l'incidence des facteurs démographiques sur le plan de la croissance car, avec le temps, l'intensification des tensions sur le marché du travail devrait pousser les salaires à la hausse. Des salaires plus élevés peuvent inciter certaines personnes à reporter leur départ à la retraite ou à intégrer le marché du travail, mais il y a peu de chances qu'ils renversent la tendance. Jusqu'à présent au Canada, les effets démographiques n'ont été qu'en partie atténués par une hausse des taux d'activité des travailleurs d'âge mûr<sup>6</sup>.

L'élément imprévisible dans ce cas est la deuxième composante de la production potentielle, à savoir la productivité du travail. Contrairement à la croissance de la population active, déterminée principalement par des tendances démographiques prévisibles et qui évoluent à pas de tortue, la croissance de la productivité peut changer plus rapidement. Par ailleurs, les grandes innovations technologiques qui alimentent les transformations

---

<sup>3</sup> J. Bailliu, M. Kruger, A. Toktamyssov et W. Welbourn (2016), *How Fast Can China Grow? The Middle Kingdom's Prospects to 2030*, document de travail du personnel n° 2016-15, Banque du Canada.

<sup>4</sup> A. Agopsowicz, D. Brouillette, S. Cao, N. Kyui et P. St-Amant (2016), *April 2016 Annual Reassessment of Potential Output in Canada*, note analytique du personnel n° 2016-4, Banque du Canada.

<sup>5</sup> Selon les projections démographiques établies par les Nations Unies concernant les personnes âgées de 15 à 64 ans et publiées dans *Perspectives de la population mondiale : révision 2015*. Pour accéder à la base de données, aller au <https://esa.un.org/unpd/wpp/>.

<sup>6</sup> Voir C. Cheung, D. Granovsky et G. Velasco (2015), *Changing Labour Market Participation Since the Great Recession: A Regional Perspective*, document d'analyse du personnel n° 2015-2, Banque du Canada.

radicales au chapitre de la productivité, comme l'électricité et le semi-conducteur, sont difficiles à prévoir.

Depuis le début du présent siècle, la croissance de la productivité est loin d'avoir été encourageante. Les effets de la révolution des technologies de l'information sur cette croissance s'estompent et le taux d'adoption des nouvelles technologies se modère. Le ralentissement notable des investissements des entreprises observé récemment, attribuable dans une large mesure à l'incertitude persistante et à un repli marqué de l'expansion du commerce international, a aussi exercé un effet modérateur<sup>7</sup>.

Les perspectives à moyen terme de la croissance de la production potentielle pourraient être plus positives si les marchés du travail plus tendus donnent lieu à la longue à des hausses de salaire et à davantage d'investissement dans du capital productif, et si l'on enregistre d'importants progrès technologiques que nous n'avons pas imaginés jusqu'ici<sup>8</sup>. En l'absence d'un redressement notable de la productivité, le vieillissement de la population entraînera une croissance potentielle encore plus faible qu'au cours des dernières décennies<sup>9</sup>.

Le ralentissement de la croissance potentielle a pour conséquences naturelles non seulement une croissance plus faible des bénéfices et des dividendes des sociétés, mais aussi un taux de rendement moyen des placements plus bas. L'une des façons d'évaluer cet effet est d'estimer le taux d'intérêt neutre. J'entends par là le taux d'intérêt réel sans risque qui s'appliquerait à moyen terme si l'économie mondiale tournait à plein régime, une fois que les effets de toutes les forces cycliques se sont

---

<sup>7</sup> Pour une analyse des liens entre le commerce et la productivité, voir S. S. Poloz (2016), *Un nouveau point d'équilibre : commerce international, productivité et croissance économique*, discours prononcé devant l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières et la Securities Industry and Financial Markets Association, New York (New York), 26 avril; C. Constantinescu, A. Mattoo et M. Ruta, « Does the Global Trade Slowdown Matter? », *Journal of Policy Modeling*, à paraître; et S. Fischer (2016), *Remarks on the U.S. Economy*, discours prononcé devant l'Aspen Institute, Aspen (Colorado), 21 août.

<sup>8</sup> La migration à l'échelle mondiale constitue un autre facteur clé à considérer à l'avenir. La réinstallation des chômeurs là où ils peuvent avoir un emploi et être productifs pourrait permettre de faire contrepoids aux effets des forces démographiques.

<sup>9</sup> Selon les projections de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), après une très brève reprise au sortir de la crise récente, la croissance potentielle à l'échelle mondiale poursuivra sa descente jusqu'en 2060. Voir OCDE (2013), « Perspectives de croissance et impératifs budgétaires à long terme », *Perspectives économiques de l'OCDE*, vol. 2013, n° 1, p. 221-252.

dissipés. Ce taux neutre serait compatible avec l'équilibre entre les niveaux de l'épargne et de l'investissement en situation de plein-emploi<sup>10</sup>.

Dans un contexte de croissance plus faible, comme les entreprises investissent moins, leurs besoins de financement sont moindres. Ainsi, le taux neutre recule car les taux d'intérêt doivent être plus bas pour faire correspondre les niveaux de l'épargne et de l'investissement<sup>11</sup>. C'est une des principales raisons pour lesquelles nous avons abaissé notre estimation du taux d'intérêt neutre réel pour le Canada ces dernières années. Elle s'établit actuellement à quelque 1 1/4 %, contre environ 3 % au début des années 2000. Les estimations étant entachées d'une grande incertitude, il vaut mieux ajouter un intervalle de +/- 50 points de base autour de ces chiffres.

La croissance potentielle à l'échelle du globe ne constitue pas le seul déterminant du taux neutre. Il y a aussi l'augmentation de l'épargne mondiale observée au cours des quinze dernières années, les effets persistants de la crise financière sur la demande d'investissements et les réformes financières de l'après-crise. Et même si nous faisons souvent allusion à l'existence d'un taux neutre « mondial », toute une série de facteurs, comme des primes de risque propres à certains pays, poussent les taux d'intérêt à différents niveaux d'un pays à l'autre.

Il est essentiel de surveiller de près le niveau du taux neutre, car le degré de détente ou de resserrement de la politique monétaire peut être mesuré par l'écart entre le niveau du taux directeur et celui du taux neutre.

Certains économistes, notamment le professeur de l'Université Harvard Lawrence Summers, soutiennent qu'il existe un risque que le taux neutre soit si bas dans certaines économies que la valeur plancher empêche les banques centrales de favoriser un degré de détente monétaire suffisant. Ils font valoir que les facteurs structurels responsables du bas niveau du taux neutre pourraient persister pendant de nombreuses années et ainsi contribuer à la « stagnation séculaire ».

Au Canada, avec le taux cible du financement à un jour se situant actuellement à 0,5 %, nous estimons que la politique monétaire est très expansionniste, mais moins qu'elle ne l'aurait été il y a dix ans, lorsque le taux neutre était plus élevé. Parallèlement, étant donné le vieillissement constant de la population, le taux neutre pourrait reculer davantage, à

---

<sup>10</sup> À ne pas confondre avec le concept de taux neutre à court terme ou contemporain, qui représente le taux d'intérêt nécessaire pour que la production corresponde au potentiel de l'économie à un moment donné.

<sup>11</sup> Même si l'on s'attend à ce que les retraités fassent la transition entre l'épargne et la désépargne, nos recherches donnent à penser que l'effet compensatoire ne sera que partiel. Voir R. R. Mendes (2014), *The Neutral Rate of Interest in Canada*, document d'analyse du personnel n° 2014-5, Banque du Canada.

moins que la croissance de la productivité se raffermisse ou que l'épargne mondiale chute. Et plus la faiblesse de l'investissement persistera, plus ce risque gagnera en importance.

### **Le lien entre croissance lente et stabilité financière**

Bien que l'on associe généralement les risques entourant la stabilité financière à une croissance élevée insoutenable, une croissance plus lente et des rendements plus faibles peuvent aussi exacerber les vulnérabilités au sein du système financier par l'entremise de nombreux canaux. J'en mentionnerai trois.

Le premier est un canal macroéconomique qui passe par les ménages. Des années de bas taux d'intérêt ont, de par leur nature même, encouragé la progression du crédit aux ménages, dont bon nombre se sont retrouvés très endettés. Au Canada, la dette des ménages avoisine en moyenne 165 % du revenu disponible. À mesure que la croissance du revenu moyen des ménages ralentit, on peut s'attendre à ce que les chocs économiques – comme les chocs de demande étrangère qui réduisent la demande d'exportations ou les variations des prix des produits de base qui ont une incidence défavorable sur les termes de l'échange d'un pays – donnent lieu à des périodes plus fréquentes et plus longues de diminution des revenus. Cette situation tient à deux facteurs connexes. Le premier n'est qu'une question d'arithmétique : plus le taux de croissance moyen des revenus des ménages est bas, plus il est probable que des chocs défavorables le fassent passer en territoire négatif.

Le deuxième facteur est un peu plus subtil. Un taux neutre plus bas accroît aussi la probabilité que les taux d'intérêt se retrouvent sous la contrainte de la valeur plancher, ce qui suppose que les autorités monétaires auront moins de marge de manœuvre pour soutenir la croissance des revenus en périodes de faiblesse économique.

Afin de mieux saisir l'importance de ces facteurs sur le plan pratique, nous avons effectué des simulations à l'aide du principal modèle macroéconomique de la Banque<sup>12</sup>. Elles montrent que le taux neutre plus bas au Canada a fait passer d'environ 1 1/2 % à quelque 7 % la probabilité que le taux directeur se situe à la valeur plancher, que nous postulons être de -0,5 %<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Il s'agit de TOTEM (« Terms-of-Trade Economic Model »). Les résultats des simulations sont fondés sur la même distribution de chocs observée dans l'échantillon 1995T1-2015T2. On estime que la croissance du PIB potentiel au Canada est passée d'un peu moins de 4 % en 2000 à quelque 1 1/2 % aujourd'hui.

<sup>13</sup> Les simulations montrent également que le temps moyen passé au niveau plancher passerait d'environ 1,5 à 6,5 trimestres.

Nos simulations confirment également que les épisodes au cours desquels le revenu des personnes en âge de travailler diminuerait seraient plus fréquents. Et la durée médiane de ces épisodes passerait de trois à six mois, voire davantage si les ménages à faible revenu portent le poids du ralentissement de la croissance. Cette situation rendrait les ménages plus vulnérables, surtout s'ils sont déjà très endettés. La raison en est que le fardeau d'endettement des ménages, par rapport à leurs revenus, augmenterait plus souvent que par le passé. Qui plus est, cela se produirait généralement à un moment où la croissance est faible et où les entreprises et les institutions financières sont elles aussi relativement plus vulnérables.

Bien entendu, la mesure dans laquelle nous devrions nous inquiéter de l'endettement n'est pas liée seulement aux revenus, mais aussi à la valeur des actifs détenus par les débiteurs. En ce qui a trait aux ménages, l'actif le plus important dans de nombreux pays est un bien immobilier résidentiel. Au Canada, l'avoir propre foncier représente à peu près le tiers de l'actif total des ménages. Si les forces démographiques ont exercé des pressions à la hausse sur les prix des logements par le passé, le vieillissement constant de la population et le ralentissement de la croissance de cette dernière à l'avenir laissent entrevoir une inversion de cette tendance. Toutes choses égales par ailleurs, l'évolution démographique pèsera sur la demande de logements<sup>14</sup>. Les effets sur les prix auraient une incidence directe sur la richesse nette des ménages, du moins pendant la période de transition.

Il est très difficile d'obtenir une estimation fiable de l'incidence de l'évolution démographique sur les prix des logements. La situation dépendra en grande partie de la réaction de l'offre de logements et de la mesure dans laquelle les ménages d'âge mûr vendront leur propriété pour en acheter une plus petite. D'autres facteurs influenceront aussi sur les marchés du logement au Canada et ailleurs, et beaucoup d'entre eux pourraient agir en sens contraire. Ainsi, l'ampleur de l'effet dynamisant qu'auront l'urbanisation et l'immigration sur la demande jouera également un rôle. L'importance relative de ces autres facteurs variera au sein des différents pays ainsi que d'un pays à l'autre<sup>15</sup>. Quoi qu'il en soit, rien ne garantit qu'en misant sur son patrimoine immobilier, on obtiendra les résultats escomptés.

---

<sup>14</sup> E. Takáts (2010), *Ageing and Asset Prices*, document de travail n° 318, Banque des Règlements Internationaux.

<sup>15</sup> Dans des pays comme le Canada, l'Australie et la Nouvelle-Zélande, la croissance de la population, la migration et l'urbanisation ont contribué à faire augmenter les prix des logements depuis le milieu des années 1990. Voir L. Schembri (2015), *L'évolution à long terme des prix des logements : une perspective internationale*, discours prononcé devant l'Association canadienne de science économique des affaires, Kingston (Ontario), 25 août.

Le deuxième canal par lequel la croissance plus lente et les rendements moins élevés se répercutent sur la stabilité financière a trait à la prise de risques. En plus de faire face aux variations de la valeur de leur principal actif, les ménages pourraient devoir composer avec un rendement moindre sur d'autres placements en raison de la baisse du taux d'intérêt neutre<sup>16</sup>. Et comme les gens vivent plus longtemps, ils pourraient devoir accroître leur épargne en vue de leur retraite.

Il n'est pas facile de prédire avec précision l'incidence des faibles taux d'intérêt sur l'épargne des ménages, car ces derniers n'adopteront pas tous la même stratégie. Selon des études empiriques, l'épargne des ménages fléchit habituellement lorsque les taux d'intérêt chutent<sup>17</sup>, ce qui laisse supposer que les travailleurs, au lieu d'épargner davantage, décident en général d'investir dans des actifs plus risqués, de travailler plus longtemps ou de réduire leur revenu de retraite. Mais nous ne sommes pas en temps normal et, comme les taux d'intérêt sont si bas depuis si longtemps, il se pourrait que l'on observe un accroissement de l'épargne à partir d'un certain point.

Les gestionnaires d'actifs et de caisses de retraite sont eux aussi incités à prendre davantage de risques compte tenu de la baisse du taux neutre. Les régimes de pension à prestations déterminées se trouvent dans une situation particulièrement difficile : les niveaux de capitalisation et de prestations ont été établis en fonction d'espérances de vie plus courtes, d'un nombre plus petit de retraités par rapport à la population en âge de travailler, ainsi que de taux d'actualisation et de rendements attendus des actifs plus élevés. On ne s'étonnera donc pas que la situation de capitalisation des principaux régimes de pension à prestations déterminées, tant publics que privés, se soit détériorée<sup>18</sup>. Par ailleurs, les régimes à cotisations déterminées sont eux aussi soumis à des pressions : le montant des cotisations que les participants doivent verser pour financer

---

<sup>16</sup> Lorsque le taux neutre chute, les prix des actifs devraient augmenter, toutes choses égales par ailleurs, car le taux d'actualisation des flux de trésorerie futurs diminue. Les gains au chapitre des prix des actifs contribueraient à amortir l'incidence initiale sur les détenteurs préexistants d'actifs. Toutefois, à terme, une baisse des rendements serait inéluctable.

<sup>17</sup> Pour une revue de la littérature, voir R. H. DeFina (1984), « The Link Between Savings and Interest Rates: A Key Element in the Tax Policy Debate », *Business Review*, Banque fédérale de réserve de Philadelphie, novembre-décembre, p. 15-21; et L. Rachel et T. D. Smith (2015), *Secular Drivers of the Global Interest Rate*, document de travail du personnel n° 571, Banque d'Angleterre.

<sup>18</sup> Selon une enquête menée en 2015 par Mercer, le niveau de capitalisation moyen des caisses de retraite dont les sociétés de l'indice S&P 1500 sont les promoteurs est de 79 %, alors que ces caisses étaient entièrement capitalisées avant la crise financière mondiale. Voir : <http://www.mercer.com/newsroom/september-2015-pension-funding.html>.



un niveau donné de revenu de retraite en termes nominaux a fortement augmenté.

Bien qu'à terme, elles puissent décider de majorer les cotisations ou de réduire les prestations, de nombreuses caisses de retraite adoptent des stratégies qui réservent une part accrue aux actifs non traditionnels, dans leur quête de meilleurs rendements. Certaines caisses intensifient également leur recours au levier financier. Les principaux régimes à prestations déterminées possèdent l'envergure et l'expertise nécessaires pour diversifier leurs placements en se tournant vers des actifs moins liquides et des régions où les rendements attendus sont supérieurs, y compris les marchés émergents qui affichent un potentiel de croissance relativement plus important.

Ces régimes sont aussi mieux en mesure que bon nombre d'autres investisseurs de faire face à la volatilité des marchés à court terme, et même d'en tirer parti, leurs passifs étant en grande partie à long terme et leurs sources de financement, assurées. Néanmoins, les caisses de retraite sont bien souvent d'importants participants au système financier, comme c'est le cas au Canada, de sorte que les risques dans ce secteur méritent une surveillance étroite.

Les investisseurs individuels sont confrontés au même genre de difficultés. Devant la baisse des taux de rendement affichés par les marchés obligataires et boursiers, ils sont eux aussi à la recherche d'autres sources de rendement. Le secteur des valeurs mobilières a réagi en créant des produits de fonds reposant sur des actifs sous-jacents non traditionnels et moins liquides qui viennent enrichir la gamme d'instruments offerte à ces investisseurs, mais qui comportent également des risques<sup>19</sup>. Les fonds communs de placement à capital variable en sont un exemple intéressant. Ils semblent procurer une liquidité quotidienne pour des actifs sous-jacents pouvant être très illiquides, comme les biens immobiliers commerciaux ou les prêts bancaires aux entreprises. En réalité, cette pratique pourrait conduire à une suspension des rachats, comme ce fut le cas pour certains fonds immobiliers britanniques au lendemain du Brexit.

Il peut être souhaitable que les participants au marché investissent dans un éventail élargi d'actifs plus risqués si cela permet d'accroître l'accès au financement pour des projets productifs. La question cruciale qui se pose est de savoir si les investisseurs peuvent évaluer et gérer correctement les risques. En effet, l'histoire abonde en exemples où des quêtes de rendement excessives et prolongées ont mal tourné.

---

<sup>19</sup> On trouvera une analyse de ces risques dans S. Ramirez, J. S. Jimenez et J. Witmer (2015), « Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 55-64.

Le troisième canal en question concerne les modèles d'affaires des banques. Dans la plupart des économies, le système bancaire joue un rôle de premier plan dans l'octroi de crédits aux ménages et aux entreprises et, par conséquent, dans la transmission efficace de la politique monétaire. Par contre, les banques peuvent aussi être source d'instabilité financière.

En principe, l'un des déterminants essentiels du niveau de rentabilité d'une banque est la marge nette sur les intérêts, à savoir l'écart entre le taux auquel l'institution consent ses prêts et ce qu'elle paie pour se financer. De prime abord, rien en théorie n'empêche les banques de réaliser les marges recherchées même si le taux neutre est plus bas. En pratique, toutefois, des problèmes surgissent lorsque les taux directeurs chutent à de très faibles niveaux. La raison en est que les banques ne disposent pas toujours de la souplesse voulue pour réduire leurs coûts de financement dans la même mesure que leurs revenus d'intérêts diminuent. En particulier, les banques se sont montrées réticentes à répercuter la baisse des taux d'intérêt – notamment lorsque ceux-ci entrent en territoire négatif – sur leur base de dépôts de détail. Aux États-Unis, par exemple, les marges nettes sur les intérêts ont rétréci d'environ 20 % entre 2010 et 2015. Faute d'ajustements sensibles des rendements attendus des capitaux propres, ces pressions sur les marges pourraient inciter les banques à modifier leurs modèles d'affaires et à délaisser l'octroi de prêts fondé sur les dépôts en faveur d'autres activités. Cela dit, l'ampleur des risques additionnels que peuvent prendre les établissements bancaires se trouve limitée par les normes de Bâle sur les fonds propres, le levier financier et la liquidité.

Les tendances démographiques et les autres facteurs qui ont contribué à la baisse du taux neutre auront aussi vraisemblablement des incidences sur la façon dont les banques exercent leurs activités. À mesure qu'avec l'âge, les baby-boomers passeront de l'épargne à la désépargne, l'éventail de produits bancaires offerts s'adaptera. Un affaiblissement de la demande de logements pourrait faire diminuer la demande de prêts hypothécaires et de crédits à la consommation, y compris les lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier. De fait, le logement lui-même, de moyen d'épargne qu'il a été jusqu'ici, est en train de se transformer en instrument de désépargne, au moyen de produits comme les prêts hypothécaires inversés, et pourrait même stimuler l'innovation dans l'offre de services financiers<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Un prêt hypothécaire inversé est un prêt permettant au propriétaire d'emprunter sur la valeur nette de son logement, et ainsi d'obtenir des fonds sans devoir vendre ce dernier ni effectuer des paiements à des dates régulières. L'intérêt s'accumule sur la valeur du prêt, lequel doit être remboursé entièrement à la vente du logement. Voir : <http://www.fcac-acfc.gc.ca/Fra/ressources/publications/hypotheques/Pages/Understand-Comprend.aspx>.

Les pressions s'exerçant sur les modèles d'affaires des banques surviennent à un moment où ces dernières sont également aux prises avec une concurrence accrue visant les segments rentables de la chaîne de valeur, tels que les paiements et les données. De toute évidence, les banques sont en train de s'adapter face à ces pressions. Parallèlement, d'importantes activités financières et les risques connexes se déplacent vers le secteur moins réglementé. Si les réformes financières ont eu pour effet de réduire la probabilité que les banques engendrent de l'instabilité, il y a malgré tout lieu de surveiller ces tendances.

### **Le long chemin du retour**

Ces risques ne sont pas sans rappeler le retour d'Ulysse vers Ithaque. Contrairement à notre héros grec, cependant, nous ne sommes pas à la merci des dieux. Il existe des stratégies prometteuses pour atténuer les risques à venir.

La première d'entre elles consiste à favoriser la solidité du système financier international. Les pays membres du G20 doivent mener à terme les réformes financières dont ils ont convenu après la crise, que celles-ci concernent les banques, les infrastructures de marchés financiers ou l'intermédiation financière non bancaire. Nous avons été à même de constater certains des avantages qu'a procurés l'accroissement des niveaux de fonds propres et de liquidité des banques sur le plan du fonctionnement des marchés à la suite du vote sur le Brexit. Toutefois, le processus de réforme financière n'en est qu'à ses débuts, et il se peut que nous ne soyons pas parvenus à tout mettre parfaitement au point. Le Conseil de stabilité financière s'applique judicieusement à évaluer les effets des réformes, y compris sur le fonctionnement des marchés financiers et sur l'intégration transfrontalière des marchés financiers. À cet égard, l'effet sur la distribution de la richesse et des revenus représente un autre des aspects importants à prendre en considération, dans la mesure du possible<sup>21</sup>.

La solidité du système financier passe également par des outils macroprudentiels pour contrer les cycles du crédit. Les effets des phases de ralentissement au cours de ces cycles peuvent être très coûteux et difficiles à nettoyer. La politique monétaire est un instrument trop peu précis pour permettre un réglage fin des cycles du crédit. C'est pourquoi les mesures macroprudentielles destinées expressément à certains secteurs constituent un meilleur moyen de s'attaquer aux vulnérabilités financières<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> On trouvera un exemple de ce type d'analyse dans J. Schroth (2016), *Financial Crisis Interventions*, document de travail du personnel n° 2016-29, Banque du Canada.

<sup>22</sup> Les outils macroprudentiels sont des mesures réglementaires visant à favoriser la fiabilité de l'ensemble du système financier. Pour obtenir plus de précisions sur la

La deuxième stratégie vise l'adoption de politiques propices à la croissance. Vous ne serez pas étonnés de m'entendre dire qu'à titre de dirigeante de banque centrale, j'estime que la meilleure contribution que puisse apporter la politique monétaire à la santé globale de l'économie consiste à maintenir l'inflation à un niveau bas et prévisible. Dans la poursuite de cet objectif, la politique monétaire peut parfois atténuer les risques pour la stabilité financière associés aux chocs négatifs qui réduisent le revenu disponible des ménages et leur capacité à rembourser leurs dettes. Ce fut le cas au Canada lorsque nous avons abaissé notre taux directeur deux fois en 2015 en réaction au choc des prix du pétrole.

Parallèlement, la latitude dont dispose la politique monétaire pour amortir les chocs de demande négatifs sera plus limitée dans un contexte où le taux neutre a diminué. Comme on l'a expliqué en détail à Jackson Hole le mois dernier, les banques centrales ont mis au point d'autres outils, tels que l'assouplissement quantitatif et l'utilisation productive de leurs bilans<sup>23</sup>. L'efficacité et les effets à long terme de ces outils non traditionnels ne seront connus qu'avec le temps.

Il y a une autre raison pour laquelle nous ne devrions pas compter sur la politique monétaire pour tout résoudre. Celle-ci n'est en effet pas bien adaptée pour remédier aux problèmes structurels, et les défis d'aujourd'hui vont bien au-delà des chocs passagers. La politique budgétaire peut se révéler un outil puissant pour renforcer la croissance, tant du côté de la demande que de celui de l'offre. Les dépenses en infrastructure peuvent être particulièrement efficaces si elles améliorent la productivité tendancielle du travail, puisqu'elles peuvent ainsi contribuer à augmenter la croissance potentielle et à alléger les pressions sur le taux neutre<sup>24</sup>.

Cela dit, les dépenses publiques ne peuvent pas tout régler non plus. Nous savons que le vieillissement de la population pèsera sur les finances publiques par la voie des pensions et des dépenses de santé.

Lorsque j'étais à la réunion du G20 à Chengdu cet été, nous avons réaffirmé l'urgence d'adopter une stratégie globale pour réaliser une trajectoire de croissance mondiale plus vigoureuse. Outre des investissements en infrastructure, les pays ont convenu d'augmenter la

---

complémentarité de la politique monétaire et des mesures macroprudentielles, voir T. Lane (2016), *Politique monétaire et stabilité financière : à la recherche des bons outils*, discours prononcé à HEC Montréal, Montréal (Québec), 8 février.

<sup>23</sup> J. L. Yellen (2016), *The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future*, discours prononcé à un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 26 août.

<sup>24</sup> S. Leduc et D. Wilson (2012), *Roads to Prosperity or Bridges to Nowhere? Theory and Evidence on the Impact of Public Infrastructure Investment*, document de travail n° 18042, National Bureau of Economic Research.

croissance potentielle en réformant leurs marchés des produits et du travail, de même que leurs régimes fiscaux, et d'élaborer des politiques visant à soutenir l'innovation et à faciliter les échanges commerciaux<sup>25</sup>.

La dernière stratégie que je mentionnerai est cruciale : nous devons nous adapter à la nouvelle réalité que représente une croissance potentielle réduite. Ainsi, nous devons modifier nos stratégies d'investissement et nos pratiques de gestion des risques afin de tenir compte des taux de rendement plus bas associés à un niveau de risque donné. Les ménages, quant à eux, pourraient devoir épargner davantage pendant leur vie active ou se préparer en fonction d'un revenu de retraite moins élevé. Nous devons également reconnaître qu'on ne peut plus compter dans la même mesure qu'auparavant sur la croissance pour éponger les dettes. Plus nous nous y emploierons rapidement, plus sûr sera le système financier.

## **Conclusion**

Permettez-moi de conclure. À un moment donné de leur odyssée, Ulysse et ses hommes abordent l'île des Lotophages. Le fruit du lotus fait oublier leur périple à ceux qui le mangent, à tel point qu'Ulysse doit ramener de force quelques-uns de ses compagnons sur le vaisseau afin qu'ils poursuivent le voyage de retour avec lui.

Il me semble que nous nous trouvons dans une situation analogue : après tout ce que nous avons traversé au cours de notre long périple, il serait tentant de nous accorder un peu de répit. Ce serait une erreur. S'il est une leçon que nous avons apprise ces dix dernières années, c'est que les déséquilibres peuvent mettre beaucoup de temps à se former et encore plus à corriger.

Les investisseurs et les participants au marché doivent s'adapter à des taux neutres plus faibles. Les pays doivent poursuivre leurs efforts afin de remplir leurs engagements du G20, et prendre les mesures budgétaires et structurelles qui amélioreront la croissance à long terme. Les autorités doivent continuer à renforcer le système financier international et à se prémunir contre les problèmes émergents.

La route à parcourir est longue, mais c'est celle qui nous ramènera à destination sains et saufs.

---

<sup>25</sup> Ces efforts s'inscrivent dans le cadre de l'objectif dit « 2 en 5 » que s'est donné le G20 en 2014. Au sommet de Brisbane en 2014, les dirigeants du G20 ont en effet adopté l'initiative de stratégies de croissance globales, qui était destinée à accroître le PIB d'au moins 2 % au-dessus de la trajectoire de référence sur les cinq années suivantes.