



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Discours prononcé par Carolyn A. Wilkins
Première sous-gouverneure de la Banque du Canada
École d'économie de Vancouver (Université de la Colombie-Britannique)
et CFA Society Vancouver
Vancouver (Colombie-Britannique)
14 mars 2019

À l'ère du levier d'endettement

Introduction

Bonjour. J'aimerais remercier l'École d'économie de Vancouver de l'Université de la Colombie-Britannique et la CFA Society Vancouver de m'avoir invitée.

Vancouver est vraiment une ville cosmopolite : plus de 70 pays y offrent des services consulaires à leurs entreprises présentes dans la région, les étudiants étrangers affluent dans ses universités, et des gens des quatre coins du monde ont décidé d'y investir dans le logement.

Ce qui se passe sur la scène internationale retient sûrement votre attention : guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine, désordres géopolitiques grandissants dans de nombreuses régions du globe. Ces questions retiennent aussi notre attention, à la Banque du Canada.

Pour ma part, l'enjeu mondial qui me préoccupe le plus est la croissance de l'endettement. Aujourd'hui, la dette mondiale s'élève à environ 240 000 milliards de dollars américains — c'est 100 000 milliards de plus que tout juste avant l'éclatement de la crise financière et plus du triple du produit intérieur brut (PIB) mondial actuel¹. Je parle ici de l'ensemble de la dette des administrations publiques, des entreprises et des ménages. Que vous soyez propriétaires d'un logement ou chefs d'entreprise, vous savez par expérience qu'un levier d'endettement élevé peut vous rendre vulnérables sur le plan financier.

¹ Voir la plus récente livraison du [Global Debt Monitor](#) publiée en janvier 2019 par l'Institute of International Finance.

Je tiens à remercier Rhys Mendes, Gitanjali Kumar et Grahame Johnson de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 14 mars 2019
à 18 h 50, heure de l'Est

Il en va de même pour les économies. Le monde a dû se rappeler cette leçon de nombreuses fois rien qu'au cours de ma vie. Les déficits budgétaires que les États-Unis ont enregistrés dans les années 1960 — et la politique monétaire exagérément expansionniste qui les accompagnait — ont conduit à la Grande Inflation de la décennie suivante et à l'écroulement du système de changes fixes de Bretton Woods. La récession qui en a résulté a entraîné de nombreuses fermetures d'entreprise et pertes d'emploi.

Dans les années 1990, il semblait bien que nous avions appris la leçon. En effet, beaucoup de banques centrales se sont alors mises à adopter un régime de maîtrise de l'inflation sous une forme ou une autre. En plus d'éloigner la tentation de recourir à l'inflation pour réduire le fardeau de la dette, cette mesure a aussi contribué au maintien de la stabilité économique pendant une quinzaine d'années.

Et pourtant, on a vu en 2007 les débuts de ce qui allait devenir une crise financière mondiale. Encore une fois, tout est parti du recours excessif au levier d'endettement, mais dans ce cas-ci, ce sont les institutions financières et les ménages qui étaient en cause. Des administrations publiques, des entreprises et des personnes de tous les horizons ont subi les conséquences de la Grande Récession qui a commencé cette année-là et qui s'est prolongée jusqu'en 2009. Même si le Canada a évité le pire, cet événement nous a rappelé avec quelle rapidité les répercussions d'une telle crise peuvent traverser les frontières.

L'expansion mondiale se poursuit maintenant depuis près de dix ans. Bon nombre de ceux qui avaient été mis à pied ont retrouvé un travail, la valeur des actifs a augmenté, et dans certains pays, la politique monétaire ne prévoit plus de mesures d'urgence. Or, le chemin vers la reprise a débouché sur une période marquée par un levier d'endettement plus élevé qu'avant dans beaucoup de grandes économies.

Faut-il en conclure que l'économie mondiale se dirige vers une nouvelle période d'instabilité financière? À bien des égards, le système financier international est en meilleure posture qu'il ne l'était en 2007 en ce qui concerne la réduction des risques. Toutefois, des incertitudes, comme l'évolution future des tensions commerciales, pourraient faire dévier l'économie de sa trajectoire. Quoi qu'il en soit, lorsque survient un ralentissement, l'endettement élevé a généralement un effet amplificateur. Permettez-moi de vous dire où se trouvent les difficultés à mon avis, et les mesures à prendre pour les aplanir.

Le recours au levier d'endettement engendre des vulnérabilités dans bien des endroits

Rappelons-nous comment nous en sommes arrivés là.

Les politiques monétaires très expansionnistes ont constitué un élément important des mesures qui s'imposaient pour réparer les dégâts de la crise et remettre la croissance mondiale sur les rails. Combinées à l'épargne abondante à l'échelle internationale, elles

ont maintenu les taux d'intérêt à de bas niveaux². À cela s'ajoutent les vastes programmes de relance budgétaire mis en œuvre par de nombreuses administrations publiques.

Sans ces mesures d'intervention énergiques, la récession aurait été encore plus profonde et douloureuse qu'elle ne l'a été. Ce qui me frappe cependant, c'est à quel point le levier d'endettement global s'est accru à l'échelle internationale, même après que le secteur financier a assaini son bilan. Au cours des dix dernières années, la dette publique a monté en flèche pour atteindre près de 90 % du PIB mondial, tandis que celle des sociétés non financières a doublé en termes nominaux.

Bien sûr, l'endettement n'est pas à éviter à tout prix. De fait, il peut être profitable pour les entreprises qui affectent les capitaux empruntés à des activités productives³. Cela dit, sur le plan du risque, les leviers d'endettement ne se valent pas tous. La solvabilité de l'emprunteur et la qualité de l'instrument comptent aussi pour beaucoup. Je m'attarderai aujourd'hui sur trois aspects qui me préoccupent particulièrement.

Je commencerai par le type de dette le plus important pour le Canada, soit le levier d'endettement des ménages. La Banque a clairement indiqué que l'endettement élevé des ménages, qui atteint aujourd'hui environ 178 % du revenu disponible, est la principale vulnérabilité financière au pays. De toute évidence, les coûts d'emprunt historiquement bas n'y sont pas étrangers. Par ailleurs, d'autres facteurs — contraintes de l'offre de logements, intérêt marqué des investisseurs étrangers — ont contribué à la hausse du prix des maisons et de la valeur des prêts hypothécaires. Les Vancouvérois savent très bien de quoi je parle. Même si, au Canada, la qualité de la dette ne présente pas les mêmes problèmes qu'aux États-Unis avant le déclenchement de la crise, elle est quand même préoccupante, puisque l'endettement peut rendre les fins de mois difficiles pour certains si les taux d'intérêt augmentent ou leurs revenus diminuent. La Banque en tient compte dans la formulation de la politique monétaire. Cette situation n'est pas unique au Canada. Dans des pays comme la Suède et l'Australie, les vulnérabilités des ménages sont semblables aux nôtres⁴.

² Une épargne abondante à l'échelle mondiale et des facteurs comme le vieillissement de la population ont contribué à abaisser le taux d'intérêt « neutre » dans les économies avancées, dont le Canada. Pour en savoir plus, voir X. S. Chen et J. Dorich (2018), [The Neutral Rate in Canada: 2018 Estimates](#), note analytique du personnel n° 2018-22, Banque du Canada. La baisse tient en partie au fait que les systèmes financiers des économies de marché émergentes étant peu développés, ils ne sont pas toujours en mesure de produire suffisamment d'actifs financiers pour absorber l'épargne nationale. Par conséquent, les capitaux se déplacent de ces pays vers ceux qui disposent de systèmes financiers plus avancés. Voir E. G. Mendoza, V. Quadrini et J.-V. Ríos-Rull (2009), « [Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances](#) », *Journal of Political Economy*, vol. 117, n° 3, p. 371-410.

³ Voir M. Carney (2011), [La croissance en période de réduction des leviers d'endettement](#), discours prononcé devant l'Empire Club of Canada et le Canadian Club of Toronto, Toronto (Ontario), 12 décembre.

⁴ Plus précisément, aucun des trois pays n'a enregistré de baisse marquée du prix des logements durant la crise. De plus, les canaux de financement habituels ont continué de fonctionner, le soutien de l'État a favorisé l'octroi de prêts, et la hausse du prix des logements après la crise s'est accompagnée d'une augmentation du niveau d'endettement.

J'aimerais parler maintenant de la dette publique. Les gouvernements ont de bonnes raisons d'emprunter pour financer certaines dépenses. Toutefois, l'endettement peut engendrer des vulnérabilités s'il représente un fardeau insoutenable, ou s'il empêche la politique budgétaire de parer à des besoins imprévus. C'est ce qui s'est passé dans la zone euro après la crise financière. En raison de la marge de manœuvre budgétaire insuffisante dont disposaient certains pays, le poids du redressement de l'économie a dû reposer sur la politique monétaire. Malgré les progrès considérables réalisés depuis la crise de la dette qui a frappé l'Europe il y a environ huit ans, la dette publique de certains pays reste préoccupante. Cela s'explique en partie par le fait que l'appartenance à la zone euro prive les pays de l'ajustement économique que les mouvements du taux de change permettent d'opérer. De plus, il n'y a pas de mécanisme de transferts budgétaires pour alléger les problèmes propres à chacun des membres. Par conséquent, les pays de la zone euro dont les facteurs fondamentaux sont faibles sont plus susceptibles d'éprouver des difficultés⁵.

Même si la dette combinée des États-Unis et du Japon représente le gros de la dette publique des pays avancés, elle est moins inquiétante. Les instruments d'emprunt des États-Unis servent d'actifs de réserve en raison de leur très haute qualité de crédit et du fait que le marché des obligations d'État américaines est le plus profond et le plus liquide au monde. Il ne faut donc pas s'étonner si les titres d'État de ce pays profitent d'une forte demande, en particulier de la part de la Chine. Pour ce qui est du Japon, la dette publique est majoritairement détenue au pays, ce qui atténue le risque qu'elle pose.

Ma troisième et dernière source de préoccupation concerne le levier d'endettement des sociétés. Qu'il soit en hausse n'est pas une mauvaise chose en soi, surtout quand les capitaux empruntés sont investis dans de nouvelles capacités. Mais cette dette a fortement augmenté au cours des dix dernières années et présente certains risques.

Uniquement en Chine, l'encours de la dette des sociétés non financières atteint environ 21 000 milliards de dollars américains. Il équivaut à une fois et demie le PIB du pays et dépasse largement les niveaux observés dans la plupart des économies avancées ou en développement⁶. Cette situation a été alimentée en grande partie par la croissance très rapide des institutions financières non bancaires chinoises (ou secteur bancaire parallèle), qui comptent moins de mesures de protection que le secteur bancaire traditionnel⁷. Son ampleur constitue un risque pour la stabilité financière de la Chine,

⁵ La dette publique a augmenté aussi dans certaines économies de marché émergentes. En août 2018, plus de 45 % des pays à faible revenu couraient un risque élevé de surendettement ou étaient déjà surendettés, selon l'analyse de la soutenabilité de la dette du Fonds monétaire international. Voir Fonds monétaire international (2018), [Global Financial Stability Report](#), octobre.

⁶ Selon le Fonds monétaire international, environ 25 points de pourcentage de cette dette sont détenus dans des instruments de financement d'administrations locales.

⁷ Pour en savoir plus, voir J. Bowman, M. Hack et M. Waring (2018), « [Non-Bank Financing in China](#) », *Bulletin*, Banque de réserve d'Australie, mars.

risque qui pourrait se propager au Canada par une baisse de la demande de nos exportations et des prix de nos produits de base, ainsi que par des perturbations sur les marchés financiers mondiaux.

La dette des sociétés non financières des autres économies émergentes totalise environ 10 000 milliards de dollars américains, dont près du tiers est libellé dans cette monnaie. Les titres d'emprunt en devises peuvent être plus risqués que ceux libellés en monnaie nationale parce qu'ils exposent les sociétés au risque de change si celles-ci ne disposent pas d'instruments de couverture⁸. Durant la crise asiatique des années 1990, on a pu voir comment les titres d'États souverains libellés en devises ont provoqué une instabilité financière que les dévaluations du taux de change n'ont fait qu'aggraver. De la même manière, un niveau élevé de la dette des sociétés non financières libellée en devises pourrait limiter l'effet stabilisateur que pourraient avoir les ajustements de taux de change.

La dette des sociétés non financières est aussi une préoccupation dans certains pays avancés. Aux États-Unis et dans la zone euro, par exemple, la qualité des titres d'emprunt des sociétés s'est dégradée. On a observé une forte augmentation des obligations notées BBB- ou moins et une hausse rapide des prêts à effet de levier⁹.

Si ce sont les institutions financières non bancaires qui ont joué le rôle principal dans l'accumulation de la dette des sociétés depuis la crise, c'est parce que les prêts bancaires ont chuté fortement à l'échelle mondiale, les banques ayant eu besoin d'assainir leur bilan et de se conformer aux exigences réglementaires plus rigoureuses. L'écart a été plus que comblé par une hausse marquée du financement obligataire, à mesure que le secteur des fonds d'investissement prenait la place des banques, qui délaissaient les activités de crédit. Les plus récentes données du Conseil de stabilité financière (CSF) indiquent que pour l'ensemble du monde, les actifs sous gestion des fonds d'investissement totalisaient 45 000 milliards de dollars américains à la fin de 2017¹⁰.

Grâce à la croissance de ces fonds, les flux d'investissements de portefeuille vers les actions et les titres d'emprunt sont devenus la principale source de flux de capitaux dans le monde. Il y a deux raisons majeures à cela. Premièrement, le bas niveau des taux d'intérêt dans les économies avancées a incité les investisseurs à chercher de meilleurs rendements à l'étranger. Deuxièmement, l'importance grandissante de nouveaux produits comme les fonds négociés en bourse (FNB) a permis à un éventail élargi d'investisseurs de s'exposer plus facilement aux titres d'emprunt de marchés émergents et aux obligations à rendement élevé. L'expansion que ces produits ont

⁸ L'appréciation du dollar américain engendrée par la normalisation de la politique monétaire de la Réserve fédérale des États-Unis est un exemple de risque de change.

⁹ Les prêts à effet de levier sont des prêts accordés à des sociétés non financières fortement endettées. En règle générale, les investisseurs institutionnels non bancaires investissent dans ces prêts, notamment par l'intermédiaire de titres garantis par des prêts.

¹⁰ Pour en savoir plus, voir CSF (2019), [Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018](#).

connue s'explique naturellement par le fait que les marchés de capitaux ont pris le relais après la chute des activités de prêt des banques. De plus, ces produits peuvent offrir aux investisseurs une diversification accrue du risque.

Ce qui me préoccupe, toutefois, c'est qu'on ne sait pas comment ces fonds vont réagir lorsque surviendra un choc négatif, et comment les flux d'investissements de portefeuille connexes vont évoluer. L'incertitude a augmenté sur les marchés au cours des derniers mois, mais on n'a pas observé de hausse généralisée et soutenue de l'aversion au risque. Si les gestionnaires de fonds devaient soudainement modifier la répartition de leur actif, les flux d'endettement de portefeuille pourraient brusquement s'inverser. Les modèles d'affaires des fonds d'investissement pourraient amplifier davantage les tensions engendrées. Par exemple, la liquidité des parts de FNB est largement considérée comme étant plus grande que celle des actifs sous-jacents¹¹. En situation de tensions, le mimétisme des investisseurs des FNB pourrait accentuer les variations des prix des actifs et provoquer une contagion généralisée.

Qu'est-ce qui nous aidera à rester sur la bonne voie?

Ce bilan est assez peu réjouissant. Mais rappelons-nous ce qui est en place pour nous aider à rester sur la bonne voie.

Premièrement, le système financier international est plus résilient qu'il y a dix ans.

Grâce aux réformes de Bâle III, les institutions actives sur les marchés mondiaux — y compris les banques canadiennes — sont mieux dotées en fonds propres. Il ne faut pas sous-estimer l'importance de ce facteur. Ces institutions détiennent plus de 2 000 milliards de dollars américains de plus en fonds propres qu'au début de 2011, lorsqu'on a commencé à mettre en œuvre les réformes. Elles détiennent aussi plus d'actifs liquides et mènent leurs activités en ayant moins recours au levier d'endettement. Il est essentiel d'être bien préparé en prévision des mauvais jours. De fait, en décembre dernier, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) du Canada a relevé de 25 points de base la réserve de fonds propres exigée pour les banques canadiennes, la portant à 1,75 % de la valeur totale des actifs pondérés en fonction du risque¹².

Les tests de résistance des banques canadiennes sont un moyen utile d'évaluer l'ampleur des pressions auxquelles pourraient être soumis leurs fonds propres dans le cadre de scénarios très défavorables, mais plausibles. L'automne dernier, nous avons publié les résultats d'une simulation portant sur une chute des prix des logements. Ils

¹¹ La transformation de la liquidité et des échéances représente la principale vulnérabilité susceptible de causer des retraits massifs de la part des investisseurs en l'absence de réglementation prudentielle. Voir B. Y. Chang, M. Januska, G. Kumar et A. Usche (2016), « [La surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada : une approche hybride](#) », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 27-44.

¹² Pour en savoir plus, voir l'[annonce](#) du BSIF publiée en décembre.

montraient que les banques du pays seraient en mesure de surmonter un tel choc¹³. Nous rendrons compte d'autres travaux de ce type dans la prochaine *Revue du système financier*, qui paraîtra en mai.

La ligne directrice B-20 du BSIF sur la souscription de prêts hypothécaires contribue aussi à accroître la résilience. Elle a permis d'améliorer la qualité des nouveaux prêts en limitant le nombre de nouveaux emprunteurs hypothécaires fortement endettés. De pair avec les hausses des taux d'intérêt, la nouvelle ligne directrice a également limité la croissance du crédit. Résultat : on observe enfin une stabilisation du ratio de la dette au revenu des ménages.

Deuxièmement, la Chine est en train de réduire son levier d'endettement, ce qui est crucial pour son économie et le monde.

La Chine a adopté des mesures substantielles, notamment une réglementation et une supervision plus rigoureuses du secteur financier. Cette stratégie a aidé à ralentir la progression du crédit. Elle a aussi pour effet de réduire certaines parties du secteur financier non bancaire. C'est là une bonne chose, car ce secteur est moins bien doté en fonds propres, moins liquide et beaucoup plus opaque que celui des banques traditionnelles. Tout cela contribue à ralentir la croissance en Chine, mais c'est la voie à suivre pour parvenir à une expansion plus soutenable dans l'avenir. Malheureusement, le conflit commercial vient compliquer encore davantage ce qui était déjà un jeu d'équilibre délicat pour les autorités chinoises.

Enfin, la croissance économique rendra la dette publique plus soutenable, si nous savons nous y prendre.

Des études ont montré que le coût de la dette publique est bas lorsque le rythme de croissance de l'économie d'un pays est supérieur au taux d'intérêt corrigé de l'inflation appliqué à cette dette¹⁴. C'est une simple question d'arithmétique. Dans ce cas, la croissance maintient le ratio de la dette au PIB sur une trajectoire stable, voire descendante, même si le pays affiche un déficit budgétaire limité. Si les nouveaux emprunts respectent la règle d'or de la politique budgétaire — à savoir qu'ils doivent servir à des investissements qui favorisent le renforcement de la croissance à long terme, comme les infrastructures —, alors on dispose d'une latitude encore plus grande pour que la dette augmente tout en demeurant soutenable. Selon les estimations de la Banque, de nombreux pays pourraient voir leur économie croître à moyen terme à un rythme supérieur au taux d'intérêt sur leur dette. Si ces pays conservent ce profil de croissance et que les gouvernements limitent les nouveaux emprunts, la dette publique actuelle pourrait être plus soutenable.

¹³ Voir T. Duprey, X. Liu, C. MacDonald, M. van Oordt, S. Priazhkina, X. Shen et J. Slive (2018), [Modelling the Macroeconomic Effects of a House Price Correction in Canada](#), note analytique du personnel n° 2018-36, Banque du Canada.

¹⁴ Voir O. Blanchard (2019), [Public Debt and Low Interest Rates](#), conférence présidentielle de l'American Economic Association, janvier.

Il est important de se rappeler qu'un ratio de la dette au PIB stable *ne garantit pas* la soutenabilité de la dette. Un cadre macroéconomique crédible est indispensable pour préserver la confiance dans la solvabilité de l'État, générer de la croissance et éviter l'instabilité. De saines politiques budgétaires et monétaires sont essentielles à cet égard. Il s'agit notamment de maintenir ou de dégager une certaine marge de manœuvre budgétaire en cas de besoin. C'est d'ailleurs ce qu'a fait le Canada en prenant des mesures de relance budgétaire pour affronter la crise financière mondiale et le choc des prix du pétrole il y a quelques années. Ce type de mesures aide les banques centrales à atteindre leurs objectifs d'inflation et, de ce fait, à apporter leur contribution pour favoriser une croissance forte et durable¹⁵.

On a aussi pu constater toute l'importance de solides cadres d'action à la fin de l'année dernière, lorsqu'on a assisté à des sorties de capitaux des économies de marché émergentes. Les investisseurs ont distingué clairement les pays qui disposaient de cadres solides de ceux qui n'en avaient pas, ce qui a limité les effets d'entraînement.

Que faut-il d'autre encore?

Nous sommes en meilleure posture qu'on serait porté à le croire en lisant les journaux. Mais il ne faut pas en conclure pour autant qu'il n'y a plus rien à faire, bien au contraire.

Les forts leviers d'endettement représenteront toujours une importante vulnérabilité en raison de leur présence dans le reste du système financier international. Nous devons mieux comprendre ces liens pour déterminer si d'autres mesures de protection sont nécessaires.

Le meilleur moyen d'y parvenir est de continuer à mener des tests de résistance sur différents aspects du système financier. Depuis longtemps, l'industrie automobile teste les coussins gonflables dans les voitures pour vérifier leur efficacité dans différents types de collisions. Les « essais de chocs » pour les banques ne sont devenus pratique courante que relativement récemment.

Il faut faire plus pour étendre ce type d'analyse aux nouveaux acteurs du système, tels que les gestionnaires d'actifs et autres institutions financières non bancaires. Cette tâche est passablement difficile du fait que leurs activités traversent bien souvent les frontières et que l'écosystème à modéliser est très complexe. La Banque du Canada et le CSF se penchent tous deux sur la façon de modéliser ces interactions¹⁶. Je trouve les tests de résistance du système particulièrement utiles, car ils aident à déterminer où les mesures de protection devraient être maintenues ou renforcées.

¹⁵ Voir S. S. Poloz (2019), [*Vers 2021 : la puissance — et les limites — de la politique monétaire*](#), discours prononcé devant la Chambre de commerce du Montréal métropolitain, Montréal (Québec), 21 février.

¹⁶ Pour en savoir plus, voir les [recommandations](#) du CSF pour remédier aux vulnérabilités structurelles résultant des activités de gestion d'actifs, publiées le 12 janvier 2017 (en anglais).

Les autorités de réglementation partout dans le monde doivent aussi continuer à faire bon usage des politiques macroprudentielles pour remédier aux vulnérabilités localisées à mesure que celles-ci apparaissent. Même si les politiques de ce genre ralentissent la croissance économique à brève échéance, elles contribueront à éviter des ajustements plus douloureux à long terme. Cet aspect est important pour les économies avancées comme pour les économies de marché émergentes.

Par ailleurs, les particuliers jouent eux aussi un rôle. Comme je l'ai dit d'entrée de jeu, un endettement important peut tous nous rendre vulnérables sur le plan financier. J'espère que les futurs acheteurs de logements et autres emprunteurs se soumettront à leurs propres tests de résistance afin de s'assurer de leur capacité à gérer la dette qu'ils vont contracter.

Avant de conclure, j'aimerais souligner ce qu'il faut absolument *éviter* de faire, soit mener une guerre commerciale. Les partisans du protectionnisme affirment que l'imposition de barrières comme des droits de douane aux pays qui affichent des excédents commerciaux aidera à réduire les disparités dans les échanges internationaux et fera augmenter la production et les emplois nationaux. Cette logique est certes séduisante, mais elle est erronée. Dans une guerre commerciale, il n'y a pas de gagnants, seulement des perdants. Les droits de douane font baisser le PIB de tous, car ils nuisent aux investissements et à la productivité¹⁷. C'est pourquoi tout le monde y trouverait son compte si les États-Unis et la Chine réglaient leur différend. De plus, la fin des droits de douane américains sur l'acier et l'aluminium serait accueillie avec soulagement par bien des entreprises et des travailleurs au Canada et dans les autres pays touchés. Sans oublier, bien sûr, l'Accord Canada-États-Unis-Mexique, qui doit encore être ratifié.

Malgré ces mesures, il faudra, pour dissiper le malaise général entourant les politiques de commerce extérieur, des engagements concrets et un plan de modernisation des règles commerciales de l'Organisation mondiale du commerce — y compris au chapitre de la propriété intellectuelle — et de son mécanisme de règlement des différends. Cela ouvrirait la voie à un raffermissement de la croissance mondiale et à un endettement plus soutenable.

Conclusion

Le moment est venu pour moi de conclure.

Aujourd'hui, la dette mondiale équivaut à plus de trois fois le PIB mondial. Il s'agit d'un vent contraire qui souffle sur la croissance, et qui nous rend vulnérables à une nouvelle période d'instabilité financière. La bonne nouvelle pour les entreprises et les ménages canadiens, c'est que le système financier — à l'échelle mondiale et ici, au pays — est

¹⁷ Voir A. Barattieri, M. Cacciatore et F. Ghironi (2018), [Protectionism and the Business Cycle](#), document de travail n° 24353, National Bureau of Economic Research; et K. B. Charbonneau et A. Landry (2018), [The Trade War in Numbers](#), document de travail du personnel n° 2018-57, Banque du Canada.

plus sûr qu'il y a dix ans grâce à des mesures de protection beaucoup plus solides. De plus, l'expansion mondiale est appelée à se poursuivre même si elle a ralenti ces derniers trimestres. Quant à elle, l'économie canadienne sera probablement plus faible durant la première moitié de 2019 que nous l'avions prévu en janvier, mais nous nous attendons toujours à ce que la croissance du PIB se redresse plus tard dans l'année.

Cela dit, il faut faire plus pour réduire davantage les risques de détérioration. Une résolution durable de la guerre commerciale en cours figure au haut de ma liste, car ce conflit menace la croissance partout dans le monde à l'heure actuelle. Des politiques budgétaires et monétaires crédibles, ainsi que des mesures souples de protection du système financier, sont indispensables pour limiter les vulnérabilités et favoriser la résilience à long terme pour tous les pays.

Ce qui est en jeu, c'est la prospérité future de beaucoup de gens, à un moment où l'on a grand besoin de stabilité.