



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours prononcé par Stephen S. Poloz  
gouverneur de la Banque du Canada  
Association des économistes québécois,  
le Cercle finance du Québec et CFA Québec  
Québec (Québec)  
20 septembre 2016**

## **Vivre avec des taux plus bas, plus longtemps**

### **Introduction**

Je n'ai pas souvent l'occasion de prendre la parole devant une salle remplie d'économistes et, croyez-le ou non, c'est pour moi un privilège. On dit que les économistes ne s'entendent jamais sur rien, mais j'ai dans l'idée qu'il y a au moins une chose qui fait l'unanimité. Quel est le premier sujet dont on parle à un économiste ces temps-ci? Les taux d'intérêt extrêmement bas.

Je suppose que des jeunes et des moins jeunes vous posent des questions à ce propos, comme c'est mon cas. Les jeunes gens qui ont un prêt hypothécaire me remercient souvent de garder les taux d'intérêt bas. Quand je pense à ce que j'ai payé en intérêt dans ma vie, je ne suis pas surpris qu'ils soient reconnaissants. Mais d'autres personnes, surtout des retraités, me disent qu'elles sont mécontentes parce qu'après avoir épargné toute leur vie, elles tirent aujourd'hui un très faible revenu de leurs économies.

Cela dit, il est naturel de donner aux banques centrales le crédit – ou de leur jeter le blâme – pour les taux d'intérêt extrêmement bas. Nous connaissons de faibles taux depuis la crise financière mondiale. Les banques centrales des pays du G7 ont opéré des réductions de taux d'intérêt concertées en 2008, ce qui en dit long sur la gravité de la situation. Certaines des économies les plus touchées, comme les États-Unis, l'Europe et le Japon, ont pris des mesures non traditionnelles pour assouplir davantage les conditions monétaires. Sans ces efforts, l'économie mondiale aurait pu sombrer dans une deuxième Grande Dépression.

Nous avons évité ce sort. Mais depuis ce temps, les taux directeurs sont restés, en général, extrêmement bas, surtout parce que les vents contraires soulevés par la crise ont mis du temps à se calmer. Quelques banques centrales

Je tiens à remercier Anthony Landry de l'aide qu'il m'a apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 20 septembre 2016  
à 12 h 35, heure de l'Est

pratiquent même des taux d'intérêt négatifs – un concept étrange pour beaucoup – et les rendements des obligations à court, moyen et long terme sont aussi extrêmement bas. En fait, une partie des titres de dette publique, soit plus de 10 000 milliards de dollars américains, affiche actuellement un rendement négatif.

En tant qu'économistes, toutefois, nous pouvons aussi convenir que la politique monétaire est loin d'être seule en cause. Il y a de grandes forces mondiales qui agissent à long terme sur les taux d'intérêt, et la population doit mieux comprendre ces forces. La première sous-gouverneure Carolyn Wilkins a traité de ce sujet la semaine dernière à Londres en mettant l'accent sur les conséquences pour la stabilité financière. Aujourd'hui, je vais me pencher sur les aspects des taux d'intérêt extrêmement bas liés à la macroéconomie et à la politique monétaire. Je vais ensuite conclure par quelques réflexions expliquant comment d'autres politiques s'inscrivent dans ce contexte.

### **Les forces à l'œuvre**

Les économistes que nous sommes voient naturellement les taux d'intérêt nominaux comme une combinaison de deux choses : l'inflation attendue et le taux d'intérêt réel. Grâce au régime de ciblage de l'inflation du Canada, les attentes d'inflation sont restées très bien ancrées au pays, même durant la crise financière mondiale et la récession qui l'a suivie. Le problème, c'est donc la baisse des taux d'intérêt réels, et la diminution du taux neutre réel y est pour beaucoup.

Le taux neutre réel est un concept théorique qui ne peut pas être mesuré directement. Les banques centrales n'exercent aucun contrôle sur ce taux. N'empêche, il est très important de le comprendre. Il s'agit, dans une économie, du taux d'intérêt sans risque, corrigé de l'inflation. Autrement dit, c'est le taux d'intérêt réel qui n'entraîne ni expansion ni contraction lorsqu'une économie tourne à plein régime et qu'aucune force cyclique n'est à l'œuvre. Ce taux équilibre ainsi les niveaux souhaités de l'épargne et de l'investissement. Présentement, le personnel de la Banque estime que le taux neutre réel se situe dans une fourchette de 0,75 à 1,75 %. La fourchette du taux neutre nominal est donc comprise entre 2,75 et 3,75 %. Cela constitue une baisse par rapport à la fourchette de 4,50 à 5,50 % observée avant la crise.

La force la plus importante qui tire le taux neutre vers le bas est la diminution constante du taux de croissance potentielle de l'économie. Cette baisse tient surtout au vieillissement de la population, qui provoque un ralentissement du taux d'augmentation de la main-d'œuvre.

En effet, le baby-boom a beaucoup stimulé le potentiel de croissance de l'économie à compter des années 1960. Comme cette force a agi pendant une cinquantaine d'années, on est porté à croire qu'elle aurait pu durer toujours. Mais d'un point de vue démographique, elle a été temporaire. Les baby-boomers ont commencé à prendre leur retraite il y a quelques années, ce qui a eu pour conséquence directe de ralentir la croissance potentielle de l'économie.

Bien sûr, il y a d'autres forces en jeu. Pensons par exemple aux taux d'épargne dans le monde qui augmentent à mesure que les pays en développement

poursuivent leur croissance et représentent une plus grande part du PIB mondial. Dans le même temps, les dépenses d'investissement à l'échelle mondiale ont baissé, en raison notamment d'une croissance économique potentielle plus faible. Les entreprises doivent investir moins qu'avant pour soutenir cette production potentielle plus modeste. Les changements technologiques jouent aussi un rôle. Mais cette combinaison d'épargne accrue et de recul de l'investissement a fait que le coût à payer pour emprunter cette épargne afin d'investir – le taux d'intérêt neutre – a diminué encore davantage.

Actuellement, ces forces semblent permanentes aux yeux de la population, mais évidemment rien n'est vraiment permanent. La vigueur que les baby-boomers ont donnée pendant 50 ans à la croissance potentielle s'épuise. De même, les forces à l'œuvre aujourd'hui vont faiblir un jour. En termes simples, nous traversons une période de bas taux qui va se prolonger, mais qui ne va pas durer toujours.

Même si ces processus s'opèrent très lentement, il faut s'y adapter dès aujourd'hui. On ne peut pas juste se croiser les bras et attendre que ces forces, qui évoluent à pas de tortue, s'inversent. Les particuliers et les entreprises, les investisseurs et les épargnants, tous doivent comprendre ces forces et apporter les ajustements qui s'imposent.

## **Les bas taux et les épargnants**

Sans aucun doute, les épargnants sont touchés par la période prolongée de bas taux, surtout les personnes âgées qui comptaient financer leur retraite grâce aux revenus d'intérêts générés par les économies accumulées grâce au travail de toute une vie. Beaucoup de Canadiens m'ont dit craindre, et avec raison, de ne pas pouvoir vivre de leur épargne et espèrent voir les taux d'intérêt revenir à des niveaux plus élevés.

Je compatis à leurs inquiétudes, que je peux très bien comprendre. Les changements démographiques et économiques, alliés à la baisse des taux d'intérêt survenue au lendemain de la crise financière, ont bouleversé les plans qu'un grand nombre de Canadiens avaient faits en prévision de leur retraite. Ce n'est pas leur faute.

Mais le cœur du sujet ici est le niveau du taux d'intérêt réel. Des taux d'intérêt nominaux plus élevés découlant d'une hausse de l'inflation n'aideraient pas les épargnants. En effet, une inflation plus forte ne ferait qu'éroder le pouvoir d'achat futur de ces épargnants. Le maintien de l'inflation à un niveau bas est le principal objectif de la Banque. Nous poursuivons cet objectif parce que nous avons constaté que c'est le meilleur moyen de favoriser une croissance économique vigoureuse et durable. Tout le monde profite de cette croissance, que ce soit les propriétaires d'entreprise qui veulent étendre leurs activités, les travailleurs qui cherchent un emploi ou les épargnants qui tentent de protéger leur épargne et de trouver des possibilités de placement.

Dans notre dernier *Rapport sur la politique monétaire*, paru en juillet, nous avons dit que notre taux directeur actuel, à 0,5 %, cadrerait avec un retour de l'économie à son plein potentiel vers la fin de 2017 et avec un retour durable de l'inflation à sa cible. Nous allons mettre notre prévision à jour le mois prochain. Mais dans notre décision du 7 septembre, nous avons indiqué que les risques entourant

notre profil d'évolution de l'inflation se sont orientés un peu à la baisse en raison des données récentes sur l'investissement aux États-Unis et au Canada, et sur nos exportations. Il est assez évident que notre économie est encore aux prises avec de forts vents contraires. Nous devons appliquer une politique monétaire expansionniste pour les contrer et rapprocher l'économie canadienne des limites de sa capacité. Nous devons aussi surveiller tous les effets des mesures de relance budgétaire instaurées par le gouvernement.

Toutefois, la baisse du taux neutre réel signifie que le taux directeur, peu importe le niveau auquel on l'établit, aura un effet moins dynamisant aujourd'hui qu'il y a dix ou vingt ans. À son niveau actuel, le taux directeur, même s'il ne fait aucun doute qu'il apporte une détente monétaire, ne stimule pas autant l'économie qu'il l'aurait fait avant la crise.

De même, le relèvement immédiat du taux directeur pour le ramener par exemple à 4,25 %, son niveau d'avant la crise financière, représenterait un resserrement extrême de la politique monétaire et aurait des conséquences importantes. Autrement dit, les bas taux d'intérêt ont bel et bien une grande incidence aujourd'hui, mais les forces qui opposent une résistance à ce stimulant restent assez puissantes.

Pour certains épargnants, les taux d'intérêt extrêmement bas ont des effets positifs. En particulier, la valeur de la plupart des actifs croît quand les taux d'intérêt diminuent, ce qui favorise l'augmentation de la richesse des ménages. Cet effet n'est peut-être pas aussi apparent que celui des bas taux sur l'épargne. Mais la faiblesse des taux d'intérêt se traduit, en général, par une hausse du prix des actions et des obligations, et de la valeur des biens immobiliers. Ces biens ont constitué une autre source importante de richesse pour beaucoup d'épargnants, surtout les personnes âgées.

Je sais que cela peut être une mince consolation pour ceux qui doivent revoir leurs projets de retraite en fonction de cette période prolongée de bas taux. Mais la dure réalité, c'est que les épargnants n'ont pas le choix de faire ces ajustements. Cela peut vouloir dire de mettre plus d'argent de côté, de travailler un peu plus longtemps que prévu, de répartir autrement ses placements, etc. Il n'y a pas de réponses simples, en particulier pour certains qui ont déjà pris leur retraite.

À ce défi vient s'ajouter le fait que les gens vivent maintenant plus longtemps. En effet, l'espérance de vie a augmenté d'environ six ans depuis le début des années 1980. Vous conviendrez, je l'espère, que c'est clairement une bonne nouvelle. Mais une espérance de vie plus longue, conjuguée à de bas taux d'intérêt, implique qu'une personne commençant à épargner aujourd'hui devra amasser beaucoup plus d'argent pour générer le même revenu de retraite qu'une personne qui a commencé à épargner il y a 25 ans, si les deux veulent prendre leur retraite au même âge.

### **Les bas taux et les entreprises**

J'aimerais aussi parler des entreprises aujourd'hui, et surtout de leurs décisions d'investissement. À l'échelle mondiale, les dépenses d'investissement ont beaucoup diminué pendant la crise financière, et la reprise a été étonnamment

faible. La récente chute des prix du pétrole et d'autres produits de base a fait encore plus fléchir les intentions d'investissement.

Quand les investissements ralentissent, la production potentielle d'une économie croît elle aussi plus lentement. Et cela peut renforcer la tendance à la baisse des taux d'intérêt. Par contre, si la production potentielle augmente en raison d'une hausse des investissements, les pressions à la baisse sur les taux peuvent s'atténuer à l'échelle mondiale.

Lorsque les taux d'intérêt sont aussi bas, le coût du capital n'est sûrement pas un problème pour les entreprises bien établies. Mais, en tant qu'économistes, nous savons que l'offre de crédit ne sera jamais parfaite dans un système financier comme le nôtre. Les changements de la réglementation bancaire mondiale, qui visent à rendre le système plus sûr, risquent d'empirer de tels défauts. Autrement dit, les entreprises jeunes et nouvelles, les PME, les transactions commerciales et les infrastructures sont probablement encore confrontées à un déficit de financement. Et ce déficit peut très bien avoir augmenté. La croissance des jeunes entreprises est importante à cette phase du cycle économique, et la Banque surveille donc attentivement les données sur la création d'entreprises et les flux de crédit.

On constate tout de même que des entreprises canadiennes du secteur hors ressources roulent presque à plein régime. Normalement, on s'attendrait à ce que les intentions d'investissement progressent, mais cela n'a pas vraiment été le cas jusqu'à présent.

Des recherches effectuées à la Banque du Canada et ailleurs, et des échanges avec des entrepreneurs, portent à croire que la faiblesse des investissements s'explique avant tout par la grande incertitude des entreprises, surtout par rapport aux perspectives de demande.

On peut comprendre que les entreprises soient craintives après avoir traversé la crise financière et la Grande Récession. L'expérience a été éprouvante. Si l'on ajoute à cela toutes sortes d'incertitudes économiques et géopolitiques à l'échelle mondiale, rien d'étonnant à ce que les entrepreneurs hésitent à se lancer dans de nouveaux projets d'investissement majeurs.

Cependant, mes conversations avec des entrepreneurs canadiens m'ont permis de déceler un autre obstacle possible à l'investissement : les taux critiques de rentabilité des nouveaux investissements ne semblent pas s'être ajustés à la réalité actuelle.

Le taux critique de rentabilité est le taux de rendement minimal qu'une entreprise exige pour investir. En général, on calcule ce taux en additionnant le taux d'intérêt sans risque, une mesure des attentes d'inflation pour la durée du projet et une prime pour compenser le risque de l'investissement. Le taux d'intérêt sans risque est étroitement lié au taux neutre réel. Et comme le taux neutre réel a baissé, le taux critique de rentabilité devrait aussi avoir diminué, toutes choses égales par ailleurs.

Certains chefs d'entreprise m'ont dit être surpris de voir, par exemple, des entreprises d'Asie effectuer des investissements offrant un rendement implicite de 3 à 4 %, ce qui est bien moins que le taux critique de rentabilité de la plupart

des entreprises. Je leur ai répondu que, dans le contexte actuel et attendu, un rendement de 4 % sera probablement plutôt bon en fin de compte.

Si l'incertitude est le principal frein aux décisions d'investissement, elle devrait se dissiper au fil du temps, à mesure que les économies se rétablissent et que le climat devient plus propice à l'investissement. Mais si les entreprises maintiennent leurs taux critiques de rentabilité aux niveaux passés, elles ne risquent pas d'investir de sitôt. Et la croissance, la productivité et la création d'emplois ne seront pas à la hauteur de nos attentes, ni de celles des entreprises.

## **Recommandations de politique**

Jusqu'à présent, nous avons parlé des ajustements nécessaires pour faire face à des forces mondiales puissantes, mais qui agissent lentement. Nous savons que ces forces ont fait baisser le taux d'intérêt neutre réel au Canada, et qu'elles maintiendront la croissance de la production potentielle aux alentours de 1,5 % au cours des prochaines années.

Dans ce contexte, si la croissance de la production potentielle augmente de seulement quelques dixièmes de point de pourcentage, cela aura une influence importante sur toutes les questions dont j'ai parlé aujourd'hui. Une hausse de la croissance de la production potentielle ferait monter le taux neutre réel et les taux d'intérêt à long terme. Cela accroîtrait les rendements sur les investissements des épargnants et des entreprises. Alors, si des politiques peuvent stimuler la production potentielle – c'est-à-dire la somme de la croissance de la population active et de la croissance de la productivité –, il faut les mettre en place.

Heureusement, il y a bien des choses que nous pouvons faire, collectivement. Les membres du G20 étudient la question depuis quelque temps. Ils ont décrit comme la « troisième patte du tabouret de politiques » les réformes structurelles visant à compléter les politiques monétaire et budgétaire.

Ici, au Canada, une des avenues consiste à cerner et à éliminer les obstacles à la croissance des entreprises. Par exemple, ce sont souvent les entreprises jeunes et nouvelles qui sont le plus à même d'améliorer la productivité de l'économie, de créer des emplois et d'accroître la production potentielle. Nos politiques fiscales et d'immigration et notre capacité de financement doivent donc nous permettre, dans toute la mesure du possible, de soutenir la croissance des jeunes entreprises pour les voir prospérer ici.

Un des grands obstacles à la croissance que rencontrent des entreprises de partout est la faiblesse des infrastructures. Nous savons que les projets d'infrastructure favorisent la croissance à court terme en stimulant la demande, mais ces projets peuvent surtout soutenir l'expansion à long terme en augmentant la production potentielle d'une économie.

Parmi les économistes, on débat de l'ampleur de l'effet des projets d'infrastructure sur la production potentielle. Le sous-gouverneur Sylvain Leduc a mené des recherches pendant son mandat à la Banque fédérale de réserve de San Francisco. Il en a conclu que, sur une période de six à huit ans, chaque dollar dépensé par le gouvernement américain dans des projets d'autoroutes a

entraîné une hausse de la production d'au moins un dollar, et peut-être même de deux à trois dollars. D'autres recherches sur l'effet multiplicateur des dépenses publiques en infrastructure au Canada seraient utiles. Mais il me semble que des investissements bien ciblés dans les infrastructures génèrent plus de croissance économique qu'une simple injection initiale de fonds, car ils offrent de nouvelles occasions d'expansion par la suite.

Une autre solution clé à la portée de toutes les économies est la libéralisation des échanges. Nous devons tous l'encourager, au Canada et partout ailleurs, en cette période où le monde semble commencer à douter des avantages du commerce international. Concrètement, l'avenir du Partenariat transpacifique a été remis en question, et l'accord commercial entre le Canada et l'Union européenne (UE), qui est beaucoup plus proche d'être conclu, doit encore passer par un long processus de ratification. L'histoire nous a montré qu'un glissement vers le protectionnisme serait très contreproductif. C'est pourquoi les autorités doivent continuellement plaider en faveur d'une plus grande libéralisation des échanges.

Ici, au pays, l'annonce cet été d'un accord préliminaire sur le libre-échange interprovincial ne peut être que bien accueillie. En effet, de nombreux éléments indiquent que des obstacles au commerce interprovincial freinent la croissance des entreprises, individuellement, et de l'économie dans son ensemble.

Il faut aussi être conscient de la montée de l'antimondialisation et en comprendre les raisons. Par exemple, les personnes touchées par les restructurations découlant de la mondialisation se voient souvent imposer des changements difficiles. Elles peuvent devoir se recycler ou déménager dans un lieu éloigné. Les décideurs doivent être sensibles à ces difficultés et faire leur possible pour faciliter ces ajustements.

De plus, les économistes doivent mener des recherches convaincantes qui rappellent aux gens l'importance du commerce, car les effets d'une intensification des échanges sont somme toute positifs. Les entreprises pourraient, elles aussi, faire plus de leur côté. Elles pourraient montrer que toutes sortes de biens et de services sont plus accessibles à moindre prix grâce à la mondialisation, et faire valoir l'importance du commerce pour leurs propres employés.

Investir dans les infrastructures, défendre les accords commerciaux existants et chercher à en conclure d'autres sont sûrement de bons moyens de stimuler le potentiel économique du Canada. Mais en pratique, quelle peut être l'ampleur des effets de telles mesures?

Gardons à l'esprit que notre analyse se fonde d'abord sur une projection indiquant que le potentiel économique du Canada devrait progresser d'environ 1,5 %, ce qui n'est pas très inspirant. Cela signifie que chaque dixième de point qui s'ajoute au taux de croissance potentielle est plus important que jamais. Cependant, aucune des initiatives structurelles que j'ai mentionnées n'est une solution miracle en soi. Mais ensemble, elles peuvent avoir une forte incidence sur nos perspectives économiques à long terme. Examinons les possibilités à la lumière des résultats empiriques dont nous disposons.

Commençons par le retrait des obstacles au commerce interprovincial. D'après des estimations prudentes, l'élimination de ces obstacles pourrait faire augmenter la production potentielle au Canada de un ou deux dixièmes de point de pourcentage chaque année. Mais certaines estimations sont beaucoup plus élevées.

Pour ce qui est du commerce international, selon des recherches de la Banque mondiale et d'autres institutions, le Partenariat transpacifique pourrait ajouter un ou deux dixièmes de point de pourcentage supplémentaires à la croissance de notre production potentielle. De plus, l'accord commercial entre le Canada et l'UE devrait lui aussi stimuler la production potentielle, mais moins que le Partenariat transpacifique si l'on en croit les estimations.

Dans un contexte de faible croissance, ces trois initiatives pourraient, ensemble, avoir un effet non négligeable sur la croissance économique, année après année. Selon des estimations prudentes, des dépenses d'infrastructure ciblées viendraient ajouter un ou deux autres dixièmes de point de pourcentage à la production potentielle à moyen terme.

Quand on pense que les bénéfices des politiques que je viens de mentionner pourraient s'accumuler au fil des années, on comprend pourquoi chaque dixième de point compte. Une estimation raisonnable indique que ces politiques pourraient faire augmenter le niveau du PIB réel de 3 à 5 % d'ici 2025. Dans le meilleur des cas, ça représenterait 100 milliards de dollars de plus par an dans les poches des Canadiens. Dans un contexte où les taux vont rester bas pendant encore un moment, on ne peut tout simplement pas manquer de telles occasions. C'est d'autant plus vrai que les autres pays, eux, sont à l'œuvre. S'ils deviennent plus concurrentiels, le Canada pourrait bien perdre du terrain. Alors, si nous ne profitons pas de ces occasions d'ordre structurel, nous risquons d'assister à une érosion du statu quo.

## **Conclusion**

Il est temps de conclure. Aujourd'hui, j'ai tenté d'exposer clairement les forces qui ont mené à cette période de taux d'intérêt extrêmement bas et d'en cerner les conséquences. Même si les mesures de politique monétaire ont joué un rôle dans la baisse des taux d'intérêt, il reste que la Banque établit son taux directeur de manière à remplir sa mission première : ramener l'inflation à sa cible durablement et ainsi favoriser le retour à la pleine production. En ce sens, les taux extrêmement bas sont un symptôme de notre état, un état qui, selon nous, s'améliore avec le temps.

Toutefois, certaines des forces qui tirent les taux d'intérêt vers le bas vont persister longtemps, alors il faut nous préparer à une période prolongée de bas taux. Lorsqu'ils planifient leur retraite, les particuliers doivent se baser sur des hypothèses différentes concernant la longévité, les taux d'intérêt et la croissance. Les entreprises doivent s'assurer que leurs attentes quant au rendement des investissements concordent avec la réalité actuelle et avec l'évolution probable de la conjoncture. Et elles doivent revoir leurs projets d'investissement en conséquence. Le travail des décideurs doit aider à accroître la production potentielle de l'économie et à réduire l'incertitude – économique, politique ou réglementaire – qui pourrait freiner les investissements.

Ce que la Banque peut faire et va continuer de faire, c'est donner des certitudes quant à la valeur future de la monnaie, par la maîtrise de l'inflation. Ensemble, nous pouvons apporter les changements nécessaires et stimuler la confiance, afin de parvenir à une croissance économique à la hauteur de nos attentes à tous.